全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《经济学人》投资经典

The Economist

个人投资策略指南

[第二版]
(The 2nd edition)

市场、风险、报酬及投资行为

GUIDE TO INVESTMENT STRATEGY

[英] 彼得·斯坦叶 著 张璐 译

《经济学人》以其在全球金融界
独一无二的地位为您提供权威的个人投资策略。

本书的第一版强调了两个原则：保持简单的投资略和在投资前要充分了解自己和市场。其重要性近年来已经被众多投资者所证明。如今的第二版详尽又通俗地分析了各个市场在信用紧缩中的表现，并投资者提供了相应的投资策略，让我们拭目以待。

——杰里米·马歇尔 英国C. Hoare&Co银行CEO



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资策略指南

市场、风险、报酬及投资行为

GUIDE TO INVESTMENT STRATEGY

[英]彼得·斯坦叶 著　张璐 译

陕西师范大学出版总社有限公司
SHAANXI NORMAL UNIVERSITY GENERAL PUBLISHING HOUSE CO. LTD.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书代号 SK10N1275

图书在版编目（CIP）数据

个人投资策略指南/（英）斯坦叶著；张璐译．—西安：陕西师范大学出版总社有限公司，2011.1
书名原文：Guide to Investment Strategy
ISBN 978－7－5613－5401－8

Ⅰ.①个… Ⅱ.①斯…②张… Ⅲ.①私人投资－指南 Ⅳ.①F830.59－62

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 254715 号

Guide to Investment Strategy by Peter Stanyer
Copyright:© 2006,2010 by The Economist Newspaper Ltd,Peter Stanyer
This edition arranged with Profile Books Ltd
through Andrew Nurnberg Associates International Ltd.
This book's simplified Chinese edition copyright is owned by Shaan Xi Normal University Publishing House CO.,Ltd.,
now published in China and registered in CIP(2010,254715).
All rights reserved.

个人投资策略指南

(英)彼得·斯坦叶 著 张 璐 译

责任编辑 曾学民
责任校对 陈显英
封面设计 杜 帅
出版发行 陕西师范大学出版总社有限公司
社 址 西安市长安南路 199 号 邮编 710062
网 址 http://www.snupg.com
经 销 新华书店
印 刷 北京东海印刷有限公司
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 16.25
字 数 190 千字
版 次 2011 年 7 月第 1 版
印 次 2011 年 7 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978－7－5613－5401－8
定 价 39.80 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

2007 年—2009 年的信用紧缩导致许多投资策略的业绩低迷。此前大量的投资者发现投资因承担信贷风险获得的收益已经变得非常小，而且许多人也想知道杠杆平仓是如何影响市场的。但是，几乎没有人能预测到流动性的冻结以及伴随着的信贷危机。不过，很快我们就看到了前几年银行贷款的捆绑销售致使银行行为准则的普遍恶化。问题逐渐浮出水面，但却没有人知道哪些银行、哪些信贷受到了严重影响。因此，银行业发生了信用崩溃，而信用往往是银行业的基石。银行间逐渐消失的借贷，以及对冲基金之类的投资者贷款的收回，迫使银行增加杠杆化投资品的销售。这些带动了股票价格的下降，甚至出现在信贷配给给其他经济领域造成影响之前。

这场危机给多元化的投资理念留下了一些新的观点：运用“另类”投资组合进行分散化投资似乎还远远不够，因为这些投资常用风险度量投资策略的缺陷，以及使用过于平滑的月估值，这使得投资者的收益往往非常“意外”。但是，大量的其他长期投资者却从未改变“简单持有”政府债券以及股票作为他们金融投资组合的策略。对于这些投资者而言，2008 年他们获得了期望从政府债券获得的收入，但是他们的股票投资，却令人非常失望。这就是 2008 年“简单持有”的老派投资策略和先进的现代“多资产”策略之间不同的界定，不过“多资产”策略可能使得投资者感到困惑和失望。

本书描述了包括股票、债券和现金的“简单持有”策略的设计，对风险的讨论始于一种新的形式——讲述金融骗局，以及投资者如何帮助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己避免这种“常见问题”的发生。它也包括一个关于风险组合的新章节，讨论了风险容忍程度调查问卷的作用。并借助数据指出了美国股票在1978年到2008年间的糟糕业绩，以及自1966年以来全球（除美国之外）16个国家（作为整体考虑）的股票业绩。这似乎是一个非常长的时期以至于风险承担似乎不大可能会得到回报。在这个背景下，之后展开了关于我们该怎么做的讨论：即买进持有，还是视市场而定？——它解决了已故的彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）于2003年提出的关于策略基准以及基本固定分配的不同市场是否过时的问题。这个问题与我们的关联性比曾经出现的长时期（到2008年）全球和特定国家股票市场相对于政府债券市场而言的较差业绩更大。之后的章节又讨论了短期和长期策略的设计，包括一个新的内容——现金的安全性如何？而且关于“债券梯”（bond ladders）的讨论扩展到了在公司信用风险和美国一些市政当局存在财政困难的情况下进行债券选择的问题。

和危机对信用工具、对冲基金、私募股权的影响一样，本书也有一部分新内容，讲述上市的私募股权部门，它是股票市场的最新参与者。有一部分关于运用衍生工具去获得房地产市场投资份额的新加内容，还有一部分是关于基于交易的指数，它们用于度量机构使用的和用于住宅的房地产业绩。这些指数代表了以专家论证为基础的旧风格指数的质量改进，而且它们有助于阐明分散化投资房地产的显著优势。本书包括一个新的章节，是关于投资艺术品和其他收藏品的。它给出艺术品价格“漫无目的地浮动”的观点，简要讨论了投资于艺术品的金融投资经验，并提供了一些期望艺术品投资组合能够在未来表现良好的理由。

彼得·斯坦叶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Contents 目录

第一部分 整体介绍

第1章 准备工作

金融骗局："一个长期的话题" / 3
其他灾难性的投资 / 5
三思而行 / 7
你能承受多大的风险？ / 9
知道你的投资机会 / 11
战争箱和保护伞 / 13
→ 专栏：基础货币（本位币） / 13

第2章 了解你的行为

来自行为金融学的观点 / 15
投资者偏见 / 17
投资者偏好 / 20
损失厌恶 / 21
心理账户和行为投资组合理论 / 22
投资策略和行为金融学 / 24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参数不确定性和行为金融学 / 25
传统金融学、行为金融学及其演化 / 26

第 3 章　市场投资收益：市场会让我富裕起来吗？

投资业绩来源 / 28
提供不同保护的避风港 / 30
哪类政府债券业绩最佳？ / 31
→ 专栏：盈亏平衡通货膨胀率是市场的预测吗？ / 32
投资者期望获得什么样的溢价收益？ / 35
股权风险溢价 / 38
股权风险：不要寄希望于时间来分散风险 / 42

第 4 章　我们该怎么做：买进并持有还是视市场而定？

模型投资策略 / 47
坚持市场信念与避险港投资 / 51
→ 专栏：市场泡沫 / 51
策略模型的恰当角色 / 55

第 5 章　时间期限和策略特点：简单持有

短期投资策略 / 56
现金的安全性如何？ / 57
没有完全适用的短期策略 / 57
→ 专栏：债券为短期投资者提供保险了吗？ / 58
你对长期投资感兴趣吗？ / 60
个人和机构财富的投资年限 / 60
长期投资者 / 62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理财规划和投资期限 / 63
“避险资产”、基准、风险承受和长期策略 / 64
“简单持有”的危险 / 66
好的和坏的波动性 / 66
→ 专栏：未预期到的通胀：再次扫大家的兴 / 68
“简单持有”的长期资产配置模型 / 68
长期投资者应该持有更多的股票吗？ / 70
再一次发生通货膨胀 / 71
阶梯政府债券：一个以“安全第一”的有用投资组合 / 72
债券梯、税收和信誉：美国市政债券的案例 / 74
→ 专栏：奥兰治县的传奇故事：什么是优质的市政债券？ / 78
采取长期战略存在着什么陷阱吗？ / 79
长期养老金储蓄和风险厌恶程度 / 80
长期策略：“不完全信息改变了一切” / 81
市场时机：无法避免的风险 / 82
一些“简单持有”策略得出的信息 / 84
→ 专栏：出现坏结果的机率可能比你想象的要高 / 85

第二部分　实施更加复杂的战略

第 6 章　准备工作

有益的提醒：流动性风险 / 93
行为金融，市场效率和套利机会 / 96
套利的障碍 / 97
根本性风险和套利 / 98
羊群效应和套利 / 99

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实施成本、市场发展和套利 / 101
机构财富和个人财富：税收 / 102

第 7 章　股票

个人投资组合中集中的股票头寸 / 106
企业主管薪酬计划 / 107
股票市场的不安全特性 / 108
股票市场异常及资本资产定价模型的基本见解 / 109
“小盘股”和“大盘股” / 111
不要因为你的“风格”而忘乎所以 / 114
→ 专栏：价值型和成长型理财经理 / 116
谨慎投资者应该高估价值型股票吗？ / 118
股票红利和谨慎的投资者 / 120
偏好国内投资：国际投资值多少？ / 120
是否应对国际权益投资进行套期保值？ / 125
国际权益投资和流动性风险 / 130

第 8 章　信用

信用质量和信用评级机构 / 132
组合分散化与信用风险 / 136
→ 专栏：本国货币标价的新兴市场债券 / 138
证券化，投资债券市场的现代方法和信用紧缩 / 140
按揭贷款支持证券 / 140
→ 专栏：按揭贷款支持证券在实现投资目标中的作用 / 142
资产支持证券和担保债务权证 / 144
国际债券和货币对冲 / 147
它是如何实现的？ / 149

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的成本是什么呢？ / 150
怎样进行外汇预测？ / 151

第 9 章　对冲基金

什么是对冲基金？ / 153
系统性回报和风险的其他来源 / 154
“对冲基金真能实现对冲吗？” / 155
对冲基金收益数据的质量 / 156
如何激励对冲基金管理者？ / 158
对冲基金费用是否过高？ / 158
投资技巧对于对冲基金回报的重要性 / 159
对冲基金策略的种类 / 162
对冲基金市场的规模 / 162
直接策略 / 164
权益对冲、多空策略和权益市场中性策略 / 165
卖空和偏好短头寸的管理者 / 166
“只做多头”的权益对冲基金 / 166
新兴市场对冲基金 / 167
固定收益对冲基金：廉价债券 / 168
套利策略 / 169
固定收益套利 / 169
兼并套利 / 169
可转换套利 / 170
统计套利 / 171
多策略基金 / 171
商品交易顾问或管理型期货基金 / 172
对冲基金的风险 / 173
操作风险 / 174

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低流动性对冲基金投资和长通知期问题 / 175
谎言，该死的谎言与对冲基金风险数据 / 175
“完美风暴”与对冲基金风险 / 177
管理投资者风险：对冲基金的基金作用 / 179
你应该为配置你的对冲基金支付多少费用？ / 179
→ 问卷：对你的对冲基金管理者提问 / 182
对你的对冲基金管理者提问 / 182
对你的对冲基金顾问提问 / 185
对你的对冲基金的基金管理者提问 / 186

第 10 章 私募股权——信息导向的投资回报

什么是私募股权？ / 188
私募股权市场风险 / 189
上市私人股本 / 193
私募股权组合 / 195
私募股权投资回报 / 196
→ 专栏：私人投资、成功交易和估值偏见 / 197

第 11 章 房地产市场

什么是房地产投资？ / 200
→ 专栏：使用金融衍生品投资于房地产市场 / 202
投资房地产的吸引力有哪些？ / 203
多样化 / 203
→ 专栏：现代房地产指数以及评估房地产的多样化角色 / 204
收益率 / 208
通胀对冲 / 209
房地产投资的风格以及主动投资管理机会 / 209

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是不动产价值以及你应当期望多少的收益 / 210
租金收入 / 211
作为房地产投资基准的政府债券收益 / 213
租客信用风险 / 213
房产报废 / 214
房地产私募和公募市场 / 214
房地产市场的国际多样化 / 215
汇率风险以及国际房地产投资 / 215

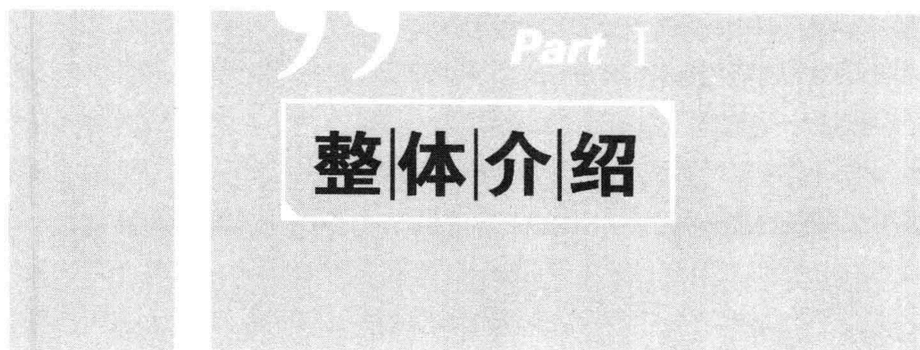
第 12 章　艺术和收藏品市场

艺术品市场价格的驱动因素 / 218
→ 专栏：艺术品市场指数 / 220
投资于艺术品 / 223
其他激情型投资 / 225

附录 1 / 228
附录 2 / 237
附录 3 / 244

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 准备工作

金融骗局："一个长期的话题"

"激增的财富进入市场，个人变得贪婪起来，骗子立即出来利用这种贪婪。" 2008 年和 2009 年，众多金融骗局受害者的经历证实：查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindle Berger）关于繁荣、破产和诈骗之间密切关系的分析至今仍然跟他 1978 年第一次出版《狂热、恐慌和崩溃》（Manias, Panics and Crashes）时一样，是有意义的。经验同样表明，现代监管框架在降低投资者成为金融骗局受害者的风险方面，实际作用比希望实现的要小。

许多投资者可能会被信念所诱惑，认为他们找到了一个表现得非常好的低风险投资机会。在宏观环境向好的时期，他们可能更容易产生这种信念。但是，再好的投资机会也总是有风险的。

2008 年 12 月，伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）数十亿美元证券投资骗局的曝光；2009 年 2 月，资产高达数十亿美元的斯坦福国际银行的倒闭；接下来是对更大的金融骗局的指控……这些都提醒我们投资是有风险的，也给投资者和投资顾问上了很重要的一课。看似琐碎的旧说："如果它看上去太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好了而显得不真实，那么它很可能就是不真实的。”——仍然是任何人都可以提供的最具价值的投资建议。

在麦道夫事件的受害者遭受损失之后，值得一问：这些投资者应该怎样去避免损失？这事件可能是历史上最大的证券骗局——庞氏骗局（Ponzi scheme，见附录1），蒸发掉了将近500亿美元，其中退出的投资者似乎还获得了现金支付，而这些现金都来自于最近进入的投资者。不久，这些得到了证实：投资于麦道夫的所有钱都损失掉的受害者，包括许多富有的个人和慈善机构，一些理财专业人士，但只有相对较少的机构投资者。

这其中不乏接受投资顾问推荐的投资者，而投资顾问似乎还为他们具备鉴别良好管理者的专业调查技能而沾沾自喜。还包括一些依靠个人门路的投资者，这些门路大都能证明管理者——纳斯达克股票交易所的前任主席伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）有良好声誉和商业头脑。

投资顾问经常指出，某某著名会计师事务所是麦道夫投资证券的托管基金的审计机构，但是这对保护投资者而言没有任何帮助。一个接受朋友或者投资顾问推荐的投资者应该怎样识别风险呢？

一些老的经验教训再次脱颖而出：

◎一个可靠的规则：要获得超出政府债券的收益，就只能承担风险。

◎投资剧烈波动时，风险非常明显，而投资没有显示出任何波动性时，风险将非常不明显。要特别质疑投资顾问推荐的低波动但能提供较好收益的投资。在麦道夫事件中，提供给投资者的收益似乎一看就不是那种非常多的情形。

◎不要投资你一点儿都不懂的东西，因为有一群跟你一样的人正在这么做。随大流的欲望可以解释许多我们本不会采取的决定。

◎不管你的投资顾问说什么，确保你的投资要么是国库券，要么被充分分散化。同样，当风险投资没有明显波动的时候，分散化是很难评估的。

◎如果投资顾问给你提供不方便的谨慎建议（例如，建议你不要投资一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个你想投资而且你朋友也看好的东西），那要特别注意了。

◎身份并不是诚实的一个较好象征。

◎只是因为一个投资机构被政府所监管，不能认为监管者能够保证所有事情都是对的。

◎依靠良好的尽职调查鉴别投资管理者的能力是尽量减少欺诈面临的风险的关键。麦道夫事件一个权威的事后报告称“麦道夫是红色旗帜的暴乱（见第9章）”。极少数机构投资者在麦道夫事件中遭受损失并不是偶然的，而个人投资者当前面临的一个挑战就是确保他们也有机会通过尽职调查拥有高素质的管理者。

其他灾难性的投资

把金融骗局放到一边，我们发现其他人可怕的投资经验可以提供有用的警示故事。因此，以一些吃过亏的机构、投资顾问或者个人的历史为例作为开始来讨论理财的问题是很有启发性的。

金融财富的重大损失可以被归结为三类。第一类是投资者完全了解他们所承担的风险，但是他们仍要违背自己的理性判断，故意去赌博，最后赌博失败。他们后悔他们所做的，他们知道这样做是考虑不充分的，可是他们也只能怪自己运气不好。人们经常说的艾萨克·牛顿（Sir Isaac Newton）金融废墟的故事就是这种行为的一个很好例子。

在1720年的春天，艾萨克·牛顿（Sir Isaac Newton）——“一个被认为理性的科学家”，卖掉了他在南海公司的投资，收到7000英镑，获得了100%的投资利润，这笔钱数目可观，相当于今天的700万英镑。他写道：股票价格在那时候已经因为“疯狂的人们”开始非理性膨胀了。南海公司由政府资助，当时的伟人、好人做后盾，充满活力的骗子进行管理，其本身就是一个矛盾综合体。但是在随后的几个月里，它的价格进一步攀升。在1720年的那个夏天，牛顿本来可以获利更多的。但后来可能是因为遗憾错过了这些额外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利润，他在市场处于高位的时候，进行了大量投资，共投入了 2 万英镑。但是，当这次投机买卖结束时，他全额亏损。“即便是最冷静的男人，他也可能永远无法忍受在他的余生里听到南海公司被提及。消息是没有保障的。”

第二类重大损失存在于那些因信奉特定的投资故事而建立高头寸仓位的情形，这时分散化的好处在财富快速积累的美好前景下显得毫无说服力，但是紧接着这个高头寸仓位开始恶化。一段著名的片段：邦克·亨特（Bunker Hunt）及其哥哥赫伯特（Herbert），还有一些其他的投资者一直试图采用高头寸模式，在 20 世纪 70 年代的白银市场建立并持有一个头寸相当大的仓位。讽刺的是亨特兄弟与美国联邦储备新上任的主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）分享了他们的观点——通货膨胀正越来越严重地失控，其成为一个牢牢嵌入到美国经济（和其他地方）的隐忧。邦克·亨特（Bunker Hunt）抱怨，“十亿美元不再是曾经的十亿美元了”。的确是这样的，20 世纪 70 年代，美国的消费者价格增加了一倍多。亨特主张应该长期持有实物资产——银。银的需求量已经超过了新的产量，也正因此供给显得短缺。沃尔克防御通货膨胀的措施是通过突然影响短期利率来降低货币供给。这将是一个一代一次的政策转变，迎来了一个持续的通货紧缩时期。邦克·亨特（Bunker Hunt）像沃尔克一样关注宏观经济走势，但是当他发现自己站在了重大事件错误的一边时已经晚了，最终还是以损失掉了大笔的钱而告终。他也是改变商品交换规则的受害者，而改变商品交换规则不外乎是为了调整以缓解供给短缺。

第二类重大损失的情形包括雇员的退休金储蓄投资于大量失败的美国公司股票的部分，一些广泛宣传、命运多舛的机构投资者投资的部分，这些机构投资者使得特别基金陷入了极度尴尬的境地。在 20 世纪的 80 年代和 90 年代，波士顿大学因为将其投资组合中将近 20% 的部分投资于一家生物技术公司——Seragen 公司而遭受了一次非常大的金融挫折；在 19 世纪早期，当耶鲁大学通过建立地方银行试图发起银行业竞争的努力失败时，其损失了 90% 以上的财富。当这种不幸影响到一家机构时，承担后果的将是公众，因为投资中带有的信托结构也是暴露于公众监督之中的。这种问责制帮助执行分散化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（见第6章中关于谨慎者在信托义务中的作用方面的讨论）。尽管如此，不必要的集中风险承担实例很可能对个人财富特有的金融福利的威胁要比对机构投资中金融福利的威胁更加常见。

第三类重大损失是指那些投资者不知道他们已经承担着的风险，而且只要他们拥有足够的信息，很可能已经将他们承担的风险改变。相反的是，他们都对此很惊讶，而且要承担风险带来的后果。投资者不应该承担那些预计不会带来收益的风险，因缺乏信息而带来的不确定性是永远不可能带来收益的。2007年—2009年的信贷紧缩提供了大量银行方面的例子，这些银行都承担着风险，尤其是投资者（和银行自己）都不怎么了解的次级住房贷款证券化所带来的风险。投资者除了借助于持有一个恰当分散化的组合进行防御外，几乎再没有别的办法来应付这种隐藏的风险了。

但是投资者经常使得自己无意中承担了已经预见的风险。没有投资者需要承担这种风险。所有投资者都在担心如何获得他们需要的信息之前，要先担心采用什么投资策略的问题。这对所有希望能在晚上睡好的投资者来说都是不可避免的第一步（见附录2中关于投资者需要回顾的相关信息的一个例子）。

三思而行

风险引起了很多讨论。在这里，风险被认为是关于坏的结果的。什么构成了一个坏的结果远非如此简单，它由每个投资者（而不是教科书）来确定。它对每个投资者来说都是不同的，对每一次投资来说也是不同的。如果一个投资者在为退休金而储蓄，或者支付一个抵押贷款，或者负担一个孩子的教育，那么相应的坏结果就是达不到投资目标的风险。这不同于负收益的风险。在第5章，这种区别体现在对未来收入（领取退休金的人所关心的）的威胁和对投资价值（对进行短期投资的谨慎投资者而言意义重大）的威胁。由此说明损失的风险不能作为风险的一般度量。因此，我们在使用诸如标准差、投资收益波动之类的传统度量指标时需要谨慎小心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险与不能达到特定目标的危险相关。但是，风险也是期间发生削弱投资者实现未来目标的信心的所有事件的机会。由于投资活动的专职参与者都不确定市场关系，所以投资者不确定也是可以理解的。同样，随着时间的推移，投资者的信心由于令人失望的发展而动摇，甚至这些发展使得对于定量分析家而言并不觉得惊讶，那也是可以理解的。投资者的预期会随时间推移以及他们自己（和其他人）经验的增加而自然提高。就消费者而言，坏结果的认知风险将会因为到期日前的失望而增加，削弱投资策略中的信心。

马克·科瑞兹曼（Mark Kritzman）和多恩·里什（Don Rich）所做的关于风险度量的研究探索了这样一个主题——随着时间推移，对投资者而言是投资收益的形式很重要，而不是未来某个目标时点的最终收益很重要。关注投资者到期日前任何阶段里遭受不可接受损失的风险，突出了错误计量风险的危险性。一个投资者可能会接受某种低概率，诸如一个特定的坏结果发生三年后的概率。尽管如此，在三年内的任何阶段冲破低门槛的可能性要比投资者预期的要高得多。危险在于投资者的注意力和判断力最初只被吸引到这完整的三年期间。有时候，随着时间区间的延长，遇到中期业绩特别差的风险会剧烈增大。

行为金融学（见第2章）对投资者损失厌恶方面的观点在这里显得尤为重要。令人失望的表现不成比例地削减了投资者的信心。信心被削减的风险和它对获得更长期目标可能性的反应代表着这样一个问题——投资者需要定期与其投资顾问讨论，特别是当他们考虑转变为高风险投资策略时。

行为金融学方面的研究发现强调投资者需要经常对获得不同的目标给予不同的关注。坏结果的风险应该尽快从投资者视为最想获得的目标转移，而且，理想化的，任何失去目标的高风险应该关注最好有但又可有可无的目标。投资者可能就不那么容易对失望产生不良反应，而这种失望必然伴随着风险为基础的战略。他们将会知道这种目标是不怎么重要的目标。

另外一个问题是究竟一个坏的结果它自己是不是风险的一个度量。简单的答案是它自身的表现不是风险的一个度量。人们从投资业绩推导出结果发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生的风险是不难的。

重要的信息是风险与令人失望的结果出现的可能性相关。风险可以管理，但是令人失望的结果不能，而且有时候还会发生一些令人吃惊的事情。但是，当可以检查统计模型所表明的内容时，衡量业绩波动可能有助于在未来进行独立的风险评估。不过它经常都是建立在小样本数据基础之上的。因此，我们可以试图只度量认知风险，存在的但是我们还没有想象力去认知的风险经常会不在我们的度量范围内。对度量风险的这个问题没有解决办法，这也使得格林·霍尔顿（Glynn Holton）在2004 年的《金融分析家》杂志（Financial Analysts Journal）上写道："问是否风险度量指标衡量到了风险是没有意义的，而问指标是否有用也同样没有意义。"

真正的问题往往是不正常的风险承担会获得收益，而不是损失。我们需要避免得出关于好时期也关于坏时期的错误的结论。这个理论是借助于弗兰克·索尔蒂诺（Frank Sortino）和斯蒂芬·萨切尔（Stephen Satchell）的书——《金融市场中的管理不利风险》（Managing Downside Risk in Financial Markets）前面的图片所得来的。图为卡伦·索尔蒂诺（Karen Sortino）在非洲野生动物园抚摸着一头令人畏惧的犀牛。标题下方写着："仅仅因为你离开了它，但是并不意味着你没有承担任何风险。"

你能承受多大的风险?

投资风险容忍度的评估是设计任何投资策略基础的一步，但是投资顾问和学者用不同的方式来近似它。学术经济学家运用数学假设来对风险厌恶建模。这些假设有部分很吸引他们，因为可以将它们运用到模型中（也因为它们可以进行实证检验）。同时，行为金融学强调损失的重要性而不是风险厌恶，还有获益和损失之间反应的不对称性的重要性，这种不对称性体现在行为主义者研究中。

理财经理已经使用调查问卷分类对客户承担风险的态度进行分类有一段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间了。这些调查问卷通常会覆盖投资者的情况（年龄、家庭、收入、财富、支出计划等）及他们对待风险的态度。有个问题是，理财经理提出的关于风险的问题可能会采用一些非专家不熟悉的语言或者概念。有传闻表明不熟悉投资的人们通常认为关于风险的调查问卷会很难完成。因此，他们经常会让投资顾问帮助他们回答问卷上的问题。这就引入了误差，而且似乎也引入了系统性偏差，因为投资顾问似乎比他们的顾客更能容忍风险。由于这些原因，便利的风险调查问卷在评估人们对风险的态度时没有标准的规则。

最近几年，心理剖析服务已经开始被用来解决这些问题，运用专门处理问题的团体来确保他们的问题能够很容易被理解。例如，一家澳大利亚的顾问公司——Finametrica 公司，已经建立起了一个囊括 26 万调查问卷反馈数据的数据库，这些调查问卷是公司自己在全球范围内做的，而公司前身就是美国心理学学者做研究的单位。这些反馈数据呈现出了一些有趣的模式。比如，Finametrica 公司的报告提到：反馈数据的模式并没有因为国家不同而有很多大的不同；女人倾向于比男人更加谨慎（这一点对于很多乐于投资的家庭的财富而言显得很重要）；投资专业人士倾向于比他们的客户更能容忍风险（反过来，客户倾向于比所有人构成的整体能容忍稍微多一些的风险）。

我们发现平均而言投资顾问比他们的客户更能容忍风险，而这一发现能有助于解释投资者告诉他们的顾问的一些情况："我没有意识到我一直承受着那么大的风险。"更大的风险容忍度可能体现出了投资顾问比其客户对投资风险有更好的认识。同样来自澳大利亚的另一项调查发现投资者教育（例如，通过参加研讨会）对他们的风险容忍度影响很小，即便是它能很容易地说服雇员为退休而存更多的钱。这表明投资顾问可能认为承受比许多人期望要高的风险是合理的，这不是因为他们对投资风险有一个更好的理解，而是因为他们的本性就是能接受市场波动。似乎谨慎的人不可能通过教育而变得不谨慎，而且精心设计的心理测试对投资者的风险偏好的分类可能比特设的调查问卷要好。尽管如此，这并不是一个替代投资顾问去发现投资者期望获得什么，什么时候这些目标能实现，能否实现的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道你的投资机会

参与决策的形式是投资者需要决定的一个重要的问题。他们希望怎样动手或是放手？他们喜欢的特殊领域的投资知识是什么？这是任何投资者与一个新的投资顾问开始讨论时很自然会提到的一些问题。

一些投资者喜欢花大量的时间和精力在他们所做的投资中。其他的喜欢让他们信任的一些人尽可能多地代表他们去完成。只要热心的投资者有充分的理由相信他们的参与可以增加价值（或者保存价值），而没兴趣的投资者确信他们的顾问正确地理解了他们的投资目的，而且一个可靠的审查过程已经建立起来，那么没有政策有绝对的优势。

成功的企业家往往具备专业技能使得他们在评估所处专门领域内的新的商业机会时处于特权地位。这种作用可能会对潜在的知情投资者敞开一道通向投资机会的大门，而这投资机会对其他投资者是不可得的。但是这些投资者如何整体融入投资策略，企业家如何权衡风险，这些都是不清楚的。

事后的认识在这里是一个有益的指导。2000 年—2002 年的熊市期间，在技术部门具备专业知识的企业家也无法保护这个部门的投资者。即使是他们后来恢复了，投资者的技能和风险资本投资的质量也都不能使得投资者免遭低迷时期。每个专业投资者最好能单独地评估这些风险。

这些投资者需要考虑能否而且要离他们所在领域多远进行多样化投资，才得以提供一个下行的保护层，或者为至少部分的财富提供一个安全网。需要配置多少资产到这类阴雨天投资将依赖于个人情况、偏好和是否愿意忍受极度的失望。例如，即使个人风险资本投资是精挑细选的，对投资失望的可能性也很大。对于成功的风险资本，个人投资失败的风险要大于投资获得巨大成功的可能性。但是，一次巨大的成功远远多于几次失败所付出的。对专业投资者而言，尝试着分散投资于相关的领域是一个诱惑。在这种情况下，对经常影响决策的行为偏差的审查是无价的（见第 2 章）。投资者应该问他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己下面一些问题：

◎我应该离开我熟悉并对自己的优势充满信心的领域吗？

◎我的技能和专业知识转化到新市场了吗？

◎我有同样程度的控制力吗？

◎我有同样程度的获取信息和感觉新业务的信心吗？

如果一个投资者没有具备信息复制成功的要素，而这些要素在原来的领域却能很成功地被运用，那么将没有预期额外表现的基础，这些额外表现被用来证明伴随集中个人投资形式的风险。在任何情况下，投资者都应该询问这种新的尝试是否提供了可见风险的分散化。最好能寻找一种专业的管理办法来对总体财富的一部分进行金融投资。如果所有一切正常，熟悉领域的投资将很可能比分散化的投资表现得好。但是，这只是反映了一句老话——要变得富裕，需要集中的专业知识，但是，要保存财富，就需要分散化。尽管如此，在没有信息优势的情况下，风险集中是一种自我毁灭的做法。

富有的个人往往是企业家，而且他们自己的企业往往代表了他们大部分的财富。每个企业所面临的风险和机会相当不同，但是当考虑到整体的投资风险时，经常能恰当地对待企业，好像它代表了集中的股票市场风险，这里的企业通常都是私营公司。经常犯的一个错误是由于对业务精通来模糊对企业固有风险的认知。仅仅因为不可能观察到私营公司的股价波动并不意味着它的价值没有剧烈波动。一个投资者应该熟悉一家公司是否报价，实际上，对公司管理得很好的认识并不表明对公司股票进行投资会缺乏波动或者风险。

成功的企业家往往会这样投资来控制他们的风险状况。对与业务区分开进行的金融投资制定投资政策时，有必要提供必需的补贴。通常，而且取决于金融需要，即使投资者能够容忍金融不确定性，这也将导致对这类投资的谨慎进行。不奇怪，许多投资者既关心保存也关心积累，既关注贬值保护层也关注升值潜力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战争箱和保护伞

如果金融投资跟商业投资一样能够被有效地管理，那么他们将代替透明的战争箱帮助积累未来新的机会，而这种机会可能只会出现一个短暂的提示。在这种情况下，时间跨度可能很短，而稳定的资本价值之上存在着一个溢价。

一个拥有动荡企业的家庭可能希望建立一个阴雨天的伞形（保护）基金，要么帮助企业度过家庭期望短暂的艰难时期，要么提供企业倒闭后收入的替代来源。当雨下得厉害，因而借助他们自己的资源安排金融保护伞时，许多家庭企业投资者并不相信银行在好时期愿意延长的贷款便利的保护伞是有用的。在这种情况下，低风险的保护伞投资策略被认为配置了足够的资金给投资级债券。

专栏

基础货币（本位币）

许多投资者在定义他们的基础货币时都没有困难。这是本国的货币（本位币）：他们用来衡量财富和制定支出计划的货币。所有在这个基础之外的货币都代表着外国货币，而且意味着朝着本位币不利方向波动的风险。

这种界定对许多投资者来说都是含糊的。许多拉美、中东和部分东亚地区的个人投资者都是用美元作为他们投资的记账本位币。但是，一个便利的记账本位币并不要求一定是本位币。对大部分的这些投资者而言，美元的作用将不同于美元对于一个纯粹的美国国内投资者的作用。同时，有成千上万的移居国外的总裁，其中许多总裁的收入以一种货币计量，住在另一个国家，可能退休计划会在第三个国家。这种模糊性改变了度量投资收益成功与否的基准。构造合适的投资策略来满足不同货币下的约束显得特别重要。例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑一个欧洲人在纽约工作，遭受着剧烈的收入波动，生活费以欧元支付，或者用一个财政约束基础来支持在多个国家的项目。在这两种情况下，基础货币和货币风险管理的概念都需要解决。

跟投资以美元记账的国际投资者的讨论表明，货币的模糊性在拉美是很少被考虑到的一个重要问题，而在中东被认为是一个潜在的问题，亚洲的许多投资者则给予了具体性的关注。亚洲投资者的投资以美元计量和报告，但是投资受到了美元对日元和其他亚洲国家货币大幅贬值的影响。一个简单有效地解决这个问题的办法是借助基本满足特定需求的货币构成的货币篮子来管理投资，尤其是国库券和固定收入投资。例如，新加坡金融管理局已经推行稳定新加坡元价值政策很多年了，而这种货币价值稳定是相对于新加坡主要的贸易伙伴和竞争对手的货币构成的货币篮子而言的。换句话来说，日元、欧元、英镑、其他亚洲国家的货币以及美元的波动已经被纳入了考虑的范围。

目的不是为了揭示哪种货币强，哪种货币弱，而是为了显示什么货币要使投资者感到经济安全，需要不断地调整。尽管如此，他们仍然需要适应汇率波动对以报告货币计价的投资带来的会计影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章 了解你的行为

来自行为金融学的观点

有机会举办由富裕家庭或机构投资者参与的范围广泛的投资说明会是投资策略顾问所拥有的一个特权。他们将有宝贵的机会聆听和学习到投资者的目标、经验和偏好。有时候，听到东西但是不理解是很有可能的。在我办公室的墙上是一张裱起来的 5 万德国马克的票据，这张票据是 1923 年恶性通货膨胀期间德国中央银行发行的。1923 年的恶性通货膨胀使得很多德国家庭的财富受到了严重的损害。这是一个投资者给我的，他家在不顾我的强烈劝说下——应该有一个固定收入的重要支柱，仍然决定实施一个股票型策略。“彼得（Peter），”有人告诉我，“你根本不明白通货膨胀的危险。”

在这种情况下，我听说但是没有领会家庭对通货膨胀的关注程度，换句话说，是没有领会他们规避长期通货膨胀风险的强烈偏好。最近几年，与通货膨胀相联系的政府债券的引入使得对冲通货膨胀风险显得更简单。尽管如此，行为金融学的发展也提供了一个框架，使得我们能够更好地探索和理解投资者偏好，深入研究和学习投资者偏见，这一偏见影响着我们怎样做决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和怎样使得我们偏离教科书中关于理性投资者应该怎样表现的假设。

这些行为见解来自于实验心理学在金融和经济学观点中的运用。传统上，经济学和金融重点关注假设合理的模型。有一个关于经济学家的著名故事突出了有效市场假说的主要信息，故事本身告诉我们什么被称为传统金融：

> 一个经济学家跟他一个朋友正沿着街闲逛，他们突然间看见地上有一张 100 美元的钞票。当他朋友准备走过去将它捡起来时，经济学家说道："别费心了，如果真是 100 美元的话，肯定早有人将它捡走了。"

经济学家理论上优先的看法告诉他反常的现象肯定是数据的错误。而行为主义者希望研究所得到的证据，换句话说在做出这张钞票可能是假钞的结论之前先采取行动，而不带有这种或者那种优先的想法。这是方法上的深层次差异，它对投资建议具有很重要的启示。

传统金融模型被讽刺性地描述为："如果投资者是理性的，而且市场是有效的，那么投资者应该表现如下。"大多数投资者都看到了这些模型，例如在有效前沿分析中对风险和收益的权衡，这种分析隐含假设：市场表现良好，是有效的；投资者偏好风险分散化了的风险投资组合，而不喜欢未分散化的组合。这些模型仍然有用（而且在第 5 章中被用来提供政策替代的例证），但是投资者应该大概了解他们的潜在不足。一个简单的例子就能够说明了。许多人买彩票；他们期望通过损失较少的钱，而获得很多的收益。传统金融含蓄地发现此行为是无效的。但它却是合理的，因为它至少为在短期内获得大量财富的机会（虽然机会很渺茫）提供了最合法的方式。如果你不买彩票，那么你是肯定不可能会赢。

行为金融学运用了心理学上关于描述个人实际上如何表现的研究，并将这些观点运用到了金融领域。这引出了两个主要的研究流派。第一个关注投资者行为与教科书中关于高效率的理性投资者的观念怎样不一致。另一个则关注不够充分理性投资者如何使得市场价格偏离它们的基础价值。工作的第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一步——投资者如何表现，被用来观察投资策略怎样适应投资者的需要。工作的第二步——投资者的行为怎样影响市场活动，在第 6 章中被用来观察活跃的投资经理是否可能很容易地超越市场（简单的答案是“不可能”）。

对金融经济学中的行为分析所做贡献的认可体现在 2002 年的诺贝尔经济学奖颁给了心理学教授丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）（这个经济学奖是他与弗农·史密斯（Vernon Smith）共同获得的）。这项成果是通过一系列的实验得到的，实验得出了关于偏见的很强的结论，而偏见影响着个人如何决定，如何形成偏好。很好理解的投资偏好对提供投资建议至关重要，而理解投资者偏见对理解投资者遇到特殊的事件或者发展时做出怎样的反应很重要。心理学者认为如果偏见薄弱到会抹杀投资者的兴趣，那么投资顾问不应该迎合他们。这表明需要投资者教育。但是，投资者及其投资顾问应该认识到他们的偏见，因为这种偏见会帮助他们确定对可预测的市场发展范围所作出的反应。

投资者偏见

心理学家已经证明了人们如何形成观点和如何作决定的偏见的系统性模式。虽然起初的研究通常不包括投资者或者投资决策，但是它直接适用于投资。这些偏见影响着我们如何形成投资观点，如何采取投资决策。例如，我们观察到大多数汽车司机认为他们比平均水平要好，这就反映出了乐观和一厢情愿思维的一般特征。

如果认为这种特征没有影响到我们对投资的看法，那这种想法是很天真的。而且，人们过于相信自己判断的可靠性，比如，评估某事发生或者不发生的概率。反过来，过分自信又反映在自我归因，比如，把他们获得的任何成功都归因于他们自己的先天能力和不寻常的技巧上。例如，经常享受高薪的人可能会认为高薪水是他们不寻常能力的体现。

相应地，自我归因会导致一个自然趋势——将任何失落都归因于糟糕的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运气而不是糟糕的技能。这方面的投资例子，业绩不佳的投资经理占大多数，可能很多投资者都听到过：业绩很好反映的是能力，而业绩不佳则反映的是糟糕的运气。这同样与事后认识的偏见有关，也就是说，事情过后，人们相信发生过的事情会再发生："显然，这即将发生，难道不是吗？"或者，如果结果是糟糕的，就会说："等待它发生将是一个灾难。"

类似的偏见有代表性，即人们急于得出结论：他们认识到少量信息基础上的发展。例如，从 100 多年来的股票和债券市场表现历史来看，有 5 个独立的（没有重叠的）20 年期间可以观察（这将很简单）。受数据的周期性影响，任何重叠的 20 年周期数据都可以构建，比如，至去年的 20 年，至前年的 20 年，等等。这将帮助我们更加精细地将数据切片和切块，能进行更加富有想象力的数据分析。尽管如此，无法回避的事实是，我们没有许多 20 年期的业绩观察值来得出诸如 20 年内股票会比债权具有更好的业绩表现之类的结论（完全运用业绩数据）。

有更先进的技术可以用来处理同样的问题（见第 3 章），但是当数据集是唯一可用的资料时，从小型数据集获得有力的结论仍然是很常见的。在这种情况下，慎重对待从有限数据获得的结论还是比较安全的。

另一个偏见（可能刚刚已经有所体现）是保守主义，它是在广泛认识到可用数据难以支撑有力的结论时被提出来的。这种情况下，过分轻视可用证据，甚至是漠视它，纯粹依赖原先的预期都是常犯的错误。

最后，存在着一种对信念的执著，当面对有相反的证据足以说服同样游戏的新人到这个领域来时，人们仍会坚持已经坚持很久的先前的意见。正因为如此，人们不愿意去发现与他们先前观念相矛盾的证据，因为他们不愿意注销掉他们在自己的人力资本中过去所做的投资，尽管他们显然已经部分过时了。

偏见往往代表着心理捷径（被学者们称为"启发式"），我们用它来避免处理大量的信息。这种捷径来源于对市场如何运行的公认看法。例如，许多投资者希望能识别出业绩好的投资经理。但是，怀疑论者更可能将业绩好归

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功于短暂的运气，可能会困惑于好的投资经理的有力证据。这些“标准智慧”的区别可以产生捷径，而这捷径可以使得一些人想到在作决定前需要更多的分析，其他人很容易地得出行动的恰当方向是显而易见的结论。这种形式的捷径会使得一些人感到很舒服，他们在骗子伯尼·麦道夫[①]（Bernie Madoff）中找到了一个好的投资经理。

日益增加的复杂性（比如投资和抵押贷款产品的复杂性）使得决策可能更依赖于捷径，因为处理所有可用信息很困难。使用捷径的现实选择往往可能使人犹豫不决。但是如果一个决策表现出了这种捷径，而且决定是错误的，那么事后的认识将会变得很尴尬。所有投资者需要考虑他们自己已经接受的市场如何活动的观点是否可能会带来捷径，降低他们自己投资成功的机会。

甚至当投资者能够平心静气地坐视并考虑这些潜在的偏见时，也没有逃脱遗憾风险所带来的危险。如果他们可以很容易地想到会带来更好的结果的行为方式，那么遗憾将会是人们体会到的一种感觉。早期的行为研究强调，采取随后无利可图的行动而带来的遗憾要比决定不采取行动但是随后会带来同样的花费而产生的遗憾要更强烈一些。经典的投资实例就是投资价格的同样下跌所带来的不同反应。如果是一个最近收购的投资而不是长期投资，那它往往会有更多的遗憾。对投资者而言，这导致共同的困境——什么时候怎样执行新的投资决策，即便是投资风险参数指出了立即执行决策的可取性（见第 5 章中实施投资战略的变化方面问题的讨论）。

最近的研究也发现基金的投资者可能会更加后悔不作为的损失（或者是失去机会），而不是行动带来的损失。但是，谨慎的投资者可能会因为不同的政策选择带来不同的结果而感到焦虑。甚至当投资者也赞成需要行动的特定进程时，这仍将导致行动的拖延或者是不作为。这是避免采取任何行动的趋势，因为担心最后它会比理想中要少，比如时间上。

最近研究的一个主题是如果决策是合理的，那么为策略变化带来的令人

① 译者注：也就是伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失望的结果而感到的遗憾会减轻。这导致了糟糕的决策和糟糕的结果所带来的遗憾之间的差异。但是，这两者并不总是同时发生：有时候糟糕的决策并不会导致糟糕的结果。例如，一个喝醉的司机可能会没有发生任何事故，很安全地开车回家了，但是仍然要为他的不负责任而感到后悔和谴责。在投资中，这种对比是有实例证明的，过度的承担风险是需要补偿的。投资者远离它的事实并不意味着风险是合理的或者说它是一个很好的决策。有时候，糟糕的结果是好的决策导致的，比如，这个喝醉的司机打了个出租车回家，但是碰巧这个出租车遇到了车祸。这个醉酒司机后悔恰巧坐上了出车祸的这个出租车，但是他不会因为自己坐出租车的决定而谴责自己。其他的研究同样也呈现出了一个回避好决策的趋势，这些好决策最近都产生了令人失望的结果。然后，如果没有收益的投资决策是不合理的，那么投资者将会谴责自己（或者是他的投资顾问）。但是，如果决策是合理的，那么投资者可能会为这个决策或者它出现的时间而感到遗憾，不过至少要知道为什么它被采纳。

因此，好的进程不仅会带来更加深思熟虑的（充满希望的、好的）决策，还会支持一只“舵柄上稳健的手”存在的稳定性和信心。这将帮助控制一些偏见的潜在的负面影响，而这些偏见将会影响投资决策。一个管理这些影响的最好方式就是在做重要的投资决策之前，重视他们并探讨他们的潜在影响。

投资者偏好

如果投资者偏见被很好地管理了，那么投资者偏好将得到尊重，并在投资策略中得到反映，只要迄今为止这个投资策略不仅可行而且合理（通过与投资顾问讨论各种问题来确定）。

投资者偏好有两个特定的领域被行为金融学所强调。第一个（可能并不令人惊讶）是损失厌恶，它在行为金融学中起到了传统金融学中风险厌恶的作用。第二个是心理账户，它反映了投资者分配不同的钱给不同的实际上或者名义上的账户，钱多少由不同的目的、不同风险容忍程度所决定，而风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容忍程度又取决于获得特定目标的重要性。例如，某人为暑假所准备的钱会在一个不同于退休金储蓄的心理账户（可能也是一个不同的实际账户）中。

损失厌恶

传统金融学假设投资者行为理性，以他们的期望效用或者满足的观点来评估风险和投资策略的潜在收益。有许多测定效用的不同方式，但是他们都有着共同的特点——他们暗含着投资者应该预计到如何去表达偏好的假设。他们还有另一个特点——他们可以进行数学建模，这对模型专家来说很方便。不方便的是广泛认为这些理性效用模型没有反映出人们怎样看待金融获利或损失的前景。

这一点在展望理论中得到了体现，展望理论是在广泛实验的基础上建立起来的，而这些实验表明人们需要承担非常大的风险来寻求避免确定性损失的机会，但是他们也能很快取得成功。投资银行通过出售高收益的本金受保护的结构产品来发掘投资者偏好，这种产品提供了贬值保护和杠杆正收益组合的前景。换句话说，他们提供了一个诱人的“担心小希望大”的组合。来自损失的负效用或者不满足和来自收益的效用和满足之间的关系可以通过所谓的损失厌恶系数获得，而这个系数借助于广泛的实验而得出一个围绕2波动的价值。这个数衡量了投资者对损失的重视程度比对收益的程度高多少。

这些实验强调了一个问题作为对它的反应的一个决定因素应该怎么样设计和询问。这在个人理财中非常重要，因为拥有稳定、至少受保护的投资价值的普遍愿望与拥有这些投资（见第5章）所提供的稳定收入的愿望是相互矛盾的。这些愿望相互间不相容，因为只有长期政府债券可以一直保证一个稳定的收入，而这些政府债券又是不稳定的。这强调需要对投资者进行合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设计的相关问题的教育和询问。结构重要性的经典投资案例是401(k)①界定的美国的企业年金计划的自愿参与率的差异。自动登记新雇员的计划，给予雇员选择退出的权利，其雇员参与率明显要高于那些个人仅有参与选择权的计划。

心理账户和行为投资组合理论

投资于满足基本需求的安全第一的账户或投资组合和投资于投机性更强、不太重要或者目的更简单直接的更积极的盈利账户之间的区分是行为金融学的心理账户框架所作的一个预测。这种方法在传统金融学教科书中找不到，但是在日常经验里却是很常见的（可能有些人说是常识），这将在下面的例子里得到证实：

自给农民（生活自给自足）

自给农民经常会种植两种作物：为家庭直接食用而种的粮食和价格波动的经济作物。重量是代表着安全第一的投资组合。分配多少地去种粮食首先是由诸如家庭规模之类的基本需求所决定的。剩下的地用来种经济作物，它是提高生活水准的一种类似于投资的机会，换句话说，就是盈利投资组合。

冠军扑克玩家

"化石人"格雷格·雷默（Greg "Fossilman" Raymer）说明了当他在扑克牌桌上开始了他的成功事业时，他和他妻子是如何将他们的"盈利账户"与重要的"安全第一的"资金相区分的：

① 译者注：401(k)计划也称为401(k)条款，是指美国1978年《国内税收法》第401条K项的规定。该条款适用于私人公司，为雇主和雇员的养老金存款提供税收方面的优惠。按该计划，企业为员工设立专门的401(k)账户，员工每月从其工资中拿出一定比例的资金存入养老金账户，而企业一般也为员工缴纳一定比例的费用。员工自主选择证券组合进行投资，收益计入个人账户。员工退休时，可以选择一次性领取、分期领取和转为存款等方式使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我开始稳胜时，我已经结婚了，我的妻子开始日益关注我花在扑克上的时间。她曾经听说过玩家倾家荡产的可怕故事。最后，我提出了一个交易：允许我用一千美元来作为我玩扑克的财务资助，当然这一千美元要与我们的储蓄分开。如果我输掉了所有的钱，那我将不再玩扑克。不过，至今还没有出现过输完的情形。

期权交易中的个人投资者

这种分割被广泛地用于个人理财中。我们可以用一个基金经理的例子来说明这一点。某基金经理与她的妻子达成了协议，允许他以个人账户为限来购买金融期权，个人账户的金额由他们家庭资金持有的利息收入加上他积累的（来自于期权交易的）投资收益来决定。有证据说许多进行期权交易的个人投资者用资金利息收入来购买期权。因此，我们可以将个人理财中贬值保护和升值潜力账户的区分作为另一个说明问题的例子。

中央银行外汇储备管理者

甚至中央银行也证实了这种投资资源的分层。中央银行外汇储备的第一个目的是在需要市场介入维持一国货币汇率稳定时，进行投资。这意味着投资于高质量、高流动性、短期的证券，尤其是美国国库券。这是安全第一的投资组合。对于更加保守的中央银行，如果可以的话，贬值保护层也包括为央行承担的所有外币借款进行套期保值而设计的投资产品。许多中央银行也持有实物储备——金块，使得他们作为短期流动储备以外，又扮演了一个长期资本保存和信心建立的角色。

最近几年，许多中央银行的外汇储备达到了史无前例的高水平，远远超过了短期内维持货币稳定所需的量。超出的这部分储备象征着给后代的财富基金，也是一个保险政策，用来应对令人尴尬的货币危机所带来的威胁。同时，为了短期流动性以外的其他目的，也逐渐开始将这部分储备投资于一个独立的主权财富基金。这往往代表着盈利投资组合。中央银行储备的投资类似于行为组合理论中的分层金字塔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资策略和行为金融学

从冠军扑克玩家到中央银行的所有例子都给出了一个风险承担分割的自然过程——分别拨款给不同的账户，每个都有由具体目标所决定的不同的风险容忍度和期限。总的来说，这种分割为个人和机构提供了一种易于监控、简单的管理信息系统。

心理账户通过强调偏离已采取决策的偏差也可以帮助规范以后的行动。例如，在一个家庭中，某些人可能会说，“不，我们不会将这些钱用来买车，它是我们的退休金储蓄”；或者在一个机构中，“不，我们不会将这些钱投资于私募股权，它是我们用来支付养老金的钱”。传统金融学没有以这种方式来区分资金。它将一个家庭或者一个养老金计划的所有资金都看成是一个统一的整体，寻求一个对总财富有效的考虑到了风险、收益和投资策略的解决方案。它也考虑到了资金被替代的情形（如果为同一人所拥有，那么这个账户中的资金与另一账户中的资金是相同的）。此外，而且也是非常重要的是传统金融学考虑到了可能存在的不同账户投资和目的责任之间的关系。独立账户以及为每个账户单独设计的独立的投资策略可能会忽略这种关系。这可能是心理账户广泛运用无效率的主要体现，因此，使用心理账户时需要谨慎。

心理账户帮助不同的资金实现不同的投资目的。每个人都有为达到不同的目的有一个不同的风险容忍度。一些目标是必须要的，而其他的只是最好有的。决策将会受到规则的影响，而这些规则规范了征税和免税账户、影响未来一代的当代的资金和信托或者其他税收有效账户和慈善账户。

米尔·斯塔特曼（Meir Statman）和文森特·伍德（Vincent Wood）在《投资性情》（Investment Temperament）一书中引出了一个更加常见的关于心理账户的例子，描述了对以下几个富达投资资产配置规划师中的问题回答方式：

如果你可以通过承担更大的风险来增加收益提高的可能性，你会：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 愿意让你的所有钱面临大得多的风险。
2. 愿意让你的一些钱面临大得多的风险。
3. 愿意让你的所有钱面临大一些的风险。
4. 愿意让你的一些钱面临大一些的风险。

绝大多数调查对象都表示愿意让他们的一些钱而不是所有的钱面临大得多或者大一些的风险。这体现了对承担风险的划分或层次。这通常被认为与传统上投资者解决总投资组合的风险与业绩之间的风险收益权衡问题不一致，这里的总投资假定让投资者所有的钱都面临着大一些或者大得多的风险。但是，如果传统有效的投资组合包括持有无风险资产和市场风险资产，那么这些调查结果将显示投资者愿意将一些资金从避险资产中拿出来，然后投入到市场风险组合中。换句话说，这些调查结果可能同时符合传统金融学观点和行为金融投资组合理论。

参数不确定性和行为金融学

投资者往往喜欢在做出决策前，检验来自不同角度的主要决策的合理性。当不确定模型或者方法是否可靠时，这是一个作决定的合理方式。贯穿这本书的一个主题是金融模型中使用的参数有显著的不确定性，而且一些要素比另一些要素更加不确定。但是，这并没有什么新鲜的。

其结果是甚至在市场理性和投资者理性的传统模型中，虽然经常会发生，但是并不是总会出现投资者只有一种办法去解决他们面对的投资问题的情形。例外的是最小的风险对冲策略案例（见第 3 章）。对于所有的其他策略，定量分析可能为资产配置问题提供想象中的唯一的答案。但是，投资市场从来没有提供过如此明确的答案。相反，我们对市场之间不确定关系的理解总是包括对大体合适的供选择的投资策略的权衡，这些投资策略似乎都在所谓的“模糊边界”的范围之内。

这意味着在任何特殊的情况下，总会有策略论证无效或者包含一个显然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不合适的风险的。还有许多策略在我们当前的知识水平和投资者风险容忍度下，是大体合适的。这可以提供范围非常广泛的对委托人或者受托人的投资偏好，并体现在投资策略中，但仍然与坚持他们目标的强烈愿望保持一致。投资者也更可能发现诸如行为主义层面的金字塔方式之类的提出战略的独立方式，提供直观的有吸引力的关于传统定量方法方面的交叉检查。

模糊边界的思想可以追溯到20世纪60年代开始的科学测量不确定性的工作。许多我们知道存在的测量不确定性，不能都通过统计得到。这在很多不同的领域都有潜在的应用。它的一个出发点是我们往往不能准确地知道，如果分类正在分析中的项目。20世纪90年代在美国，这体现在了对美国是否挂牌拥有美国董事会的跨国公司的争论上，但是大量的海外公司事实上都是美国公司。1990年发表在《哈佛商业评论》（Harvard Business Review）上的由美国前劳工部长罗伯特·赖克（Robert Reich）写的一篇文章的题目——“谁是美国的?”正好刻画了这一点。实际上，这是一个任何投资公司的业务人员每天都在努力克服的一个问题。例如，在纳斯达克挂牌的一家以色列公司的普通股是应该归类为美国股票还是新兴市场股票？对于一些会计制度而言，可转换债券是应该归类为债权还是股票？在金融学里，这些分类的问题通常是放在投资分析的一边，但是他们会降低得出政策结论所要求的准确性。

传统金融学、行为金融学及其演化

在过去的几年里，已经采取了有关措施来综合传统金融学与来自行为金融学的深刻见解，但是要找到一种完整的方法——既实现了传统金融学的全面性，又包含了行为金融学最新的见解，还有更长的一段路要走。

一些事情已经清楚了。第一，对投资者及其投资顾问来讲，从行为金融学的见解中受益，更好地了解自己的决策和偏好的影响是很重要的。于是，建议和策略可以调整来适应这一点。这并没有为忽视分散化的基本原则、不同投资之间的相互关系或者是根据投资对象的不同期限制定政策的需要。同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，如果说个人希望获得等同于彩票的投资是不明智的，那这种看法会显得有些自大，毕竟买彩票是获得财富的机会得到最大化的一种有效途径。此外，行为金融学能够帮助投资顾问更好地认识到投资者如何做决策，为什么投资者的投资组合是那样的，投资者可能会怎样应对那些业绩令人失望的事例及他们强烈偏好的天性。

正如斯坦特曼（Statman）在《行为投资组合：期盼富裕和抵御贫困》中写道：

> 要么我们哀叹人们为彩票所着迷的事实，要么我们接受它，并帮助人们取得期盼富裕和抵御贫困之间的平衡。

哈里斯（Harris）及哈里斯集团教授、麻省理工学院金融工程实验室主任罗闻全（Andrew Lo）在他的书《适应性市场假说》（The Adaptive Markets Hypothesis）里，更加分明地表现了这一点："对所有的金融市场参与者来说，生存是唯一重要的目标。"

在这个背景下，最重要的第一步可能是以评估一个投资者是否有足够的财富来保证生存作为投资策略讨论的开始。换句话说，投资者是否有足够的资金通过投资于义务或者目标相匹配的政府债券来对冲关键目标的缺陷所带来的风险？如果我们的回答是肯定的话，那么投资者在各目标间进行选择。而且，如果愿意的话，可以追求一种高风险的策略去获得一些，尽管很小的、实现不怎么关键目标的机会。这一主题将会在下一章作进一步的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

市场投资收益：市场会让我富裕起来吗？

可能的答案是“不会”，但是金融市场本应该被视为一个保护和增加财富的地方。这一章评判了未来市场收益的期望和不确定性。一个重要的信息是股票收益在21世纪没有在20世纪显得那么受欢迎。主要的原因仍然是，尽管过了很长的时间，我们还是不了解股票市场将如何变化。国内债券或票据被认为是没有信用风险的，为投资者提供了避风港。与通货膨胀挂钩的政府债券是一种创新，给予了谨慎的长期投资者相当安全的保护。这些投资者是不会抛弃政府债券提供的避险作用的，除非受到了溢价收益的诱惑。

投资业绩来源

投资业绩主要取决于以下六个因素：

1. 国库券收益率——短期（短于1年，通常是1—6个月）无风险利率。

2. 与通货膨胀挂钩的政府债券收益率——长期通货膨胀无风险利率。这些通货膨胀挂钩的债券是否需要提供一个高于国库券的溢价收益是不清楚的，但是往往都会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 传统的国库券收益率——长期名义无风险利率。这个利率是由没有预期到的高通胀风险所决定的，包含一个高于通货膨胀挂钩债券的溢价，用于补偿预期的风险，而且很可能是一个高出的差额，因为通货膨胀的不确定性。

4. 市场风险溢价——补偿，也就是任何理性储蓄者都希望钱或者未来收入面临损失风险时能获得收益。市场为承担“市场风险”而提供了这个溢价，体现在了股票风险溢价（股票）和信用风险溢价上。

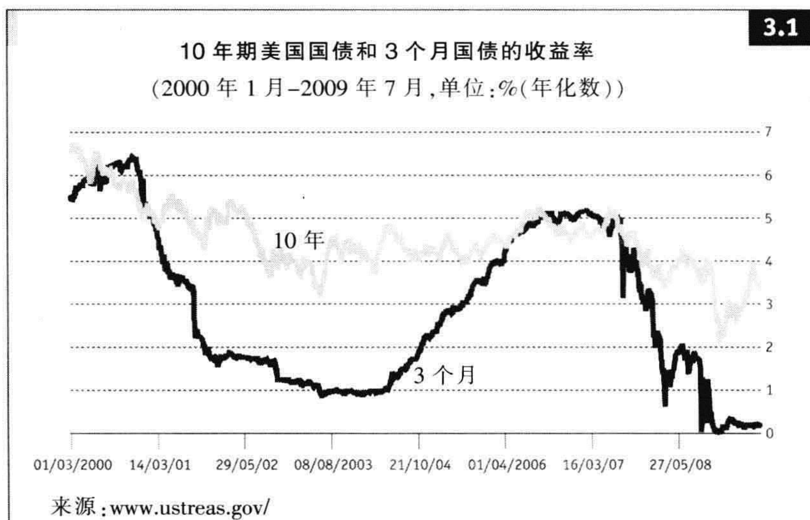
5. 投资管理能力——产生区别于市场业绩（即贝塔（β））的投资业绩（即阿尔法（α））。往往，理财经理归功于他们能力的投资业绩在市场业绩（花费不多就能进行评估）面前就让人觉得困惑。一个例子是负责在股票和债券之间进行资产配置的理财经理通常会过分偏重于股票，因为股票预计将优于债券。

6. 噪声——不熟练的理财经理用来解释投资者投资组合的业绩的。当噪声是正时，它经常被形容为“阿尔法（α）”（怀疑论者将阿尔法（α）作为“平均误差项”）。区分噪声和能力是投资者最困难的一项任务。有销售记录的不熟练噪声理财经理总是比熟练的理财经理多，这些熟练的理财经理，除去即将变得熟练的那些，也在任何时点都有销售记录。噪声通常带来一些额外的波动；它也会产生费用，使得投资者分心，浪费他们宝贵的时间。

前三个因素每个人都可以很容易而且花费很少地就进行评估，通过直接持有政府证券就好了。股票市场风险也可以通过交易所买卖基金很便宜地就评估了。而一些投资市场和市场风险溢价方面（比如私募股权）只有在投资者希望了解理财经理能力时才能被评估。对冲基金的业绩因素将在第9章讨论。

因市场风险，某些可得收益的形式也可以通过“结构产品”来重新设计，这些结构产品包括暴露于特定风险之下的嵌入式期权组合。这些都没有产生业绩，但是这些能够以采用适合投资者的方式对糟糕结果带来的风险提供保险（需要付钱的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



提供不同保护的避风港

如果投资者不承担风险，那么他们可能无法获得溢价收入。但是，对一个人无风险的东西，对另一个人可能是有风险的。

◎对于短期投资者来说，国债代表着零风险投资，提供了短期的资本保护。

◎对于期望保障收入的个人或者保险公司而言，国债给予了该债券终身的保障。每 3 个月或者 6 个月到期的国库券用于这种用途时则是有风险的，因为他们会直接地受到减息的影响，而如果将一国债持有到期，则不会受到影响。国债的风险是通货膨胀率可能会回升。图 3.1 比较了十年里购买并持有十年期国债的投资者获得的收益率与未来 3 个月持有短期国库券的投资者获得的收益率。

◎期望保障收入同时也避免受通胀影响的个人应该选择与通货膨胀挂钩的国债。他们提供了低风险的投资，投保通货膨胀和实际利率突然间的不利变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个投资者都有一个不同的避险投资：短期投资者使用国库券；不在乎通货膨胀的投资者（通常是根据合同支付确定的货币金额的保险公司）使用传统的固定收益国债；而在意通货膨胀的准退休人士则使用通货膨胀挂钩的政府债券。每个投资者都会在他们自己的避风港之外冒险，但是他们不应该这样做，除非他们预计会获得承担这个风险而带来的收益。

哪类政府债券业绩最佳?

在上面的例子中，保险公司既不需要一个被说服持有国债的纳税人，也不需要持有与通胀挂钩的政府债券的养老金领取者支付保险费率。这意味着我们并不清楚当有溢价收益时，与通胀挂钩或者是不挂钩的债券预计会比国库券多多少。谨慎的长期投资者应该意识到债券经理可能会错误地认为长期政府债券基准代表着投资者对风险更高的容忍度。

这意味着不同类型的投资者在政府债券市场的不同层次有着他们自己天生的或者偏好不同的地方。这会时不时影响着收益率曲线（也就是到期时间不同的政府债券的收益率形式）的形状。这使得有时候很难理解政府支付给不同投资者利率的不同之处。对明显价格异常时套利的阻碍将在第6章讲述。

收益率曲线的名义形状是宏观经济研究中一个广泛而且往往没有结论的领域。历史格局在两件事情上是清楚的。第一，常常有一支向上倾斜的收益率曲线，换句话说，长期国债比短期政府债券尤其是国库券提供了更高的收益率和收益（见附录1中对国债和国库券的定义）。第二，溢价程度随着时间而有所不同。这通常被形容为时间溢价——短期投资者需要获得的，从而诱惑他们购买长期债券（因为这种债券受价格波动的影响）。但是保险公司并不需要被支付一个时间溢价，因为更长的期限提供了他们的“自然栖息地”。

最近，自从市场中出现通货膨胀挂钩债券后，越来越强调传统政府债券收益率中的收益是通货膨胀风险溢价。退休金领取者并不应该总是购买传统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的债权，除非他们获得来自于预期通货膨胀率与实际通货膨胀率可能会高于预期值所带来的风险两方面的补偿。这就是通货膨胀风险溢价（这里忽略了税收问题，而它在选择不同类型的政府债券时是很重要的）。

如果通货膨胀风险溢价是当前的，那么名义政府债券收益率和通胀挂钩债券收益率之间的不同将会随着债券期限的增加而增加（尽管这可能在实际中由于税收之类的其他因素而不会发生）。这是因为价格水平的不确定性往往会随着我们对未来的深入研究而增加。市场对通货膨胀的预期可以根据传统政府债券收益率和那些通胀挂钩债券收益率之间的不同而推导出来。这就是所谓的“盈亏平衡”通货膨胀率（如果通货膨胀证实为是这个利率，那么投资者因为持有同期的与通胀挂钩的政府债券和传统债券而获得几乎相同的收益）。但是，盈亏平衡利率是否真的就是市场对通货膨胀的预测？这仍然是有争议的。

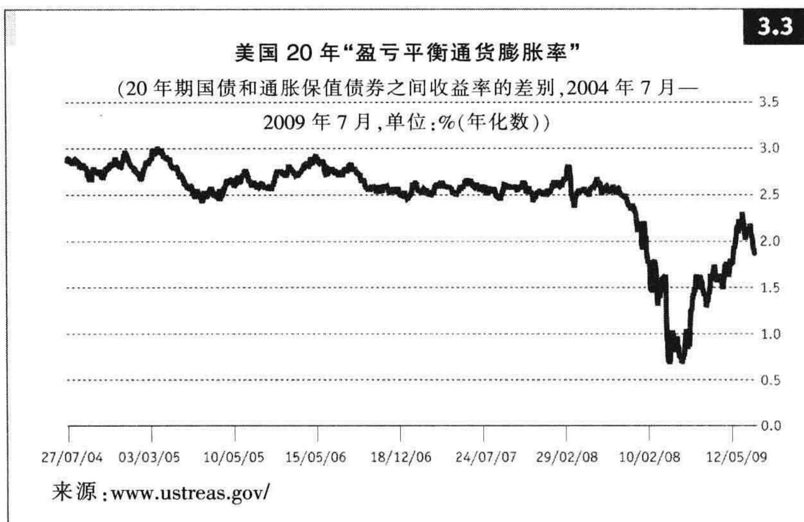
专栏

盈亏平衡通货膨胀率是市场的预测吗?

目前，通货膨胀挂钩的政府债券在每一个主要的金融市场都是可得的。他们是在1981年引入英国的，而且从那时候起就逐渐在其他市场得到运用，澳大利亚（1985年）、加拿大（1991年）、瑞典（1994年）、美国（1997年）、日本（2004年），还包括涉及主权问题的欧元区国家——法国（1998年）、意大利和希腊（2003年）、德国（2006年）。许多的新兴市场，包括巴西、以色列和南非，也都广泛运用通货膨胀挂钩债券。目前，他们作为一种每个国家的特色投资者都应该了解的投资工具。在美国，这些债券被称为通胀保值债券（TIPS），这里取首字母的缩写词用来指所有通货膨胀挂钩债券，而不仅仅是美国政府发行的那些。20年期通胀挂钩和传统美国国债的形式以及暗含的20年盈亏平衡通胀率分别如图3.2和图3.3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





建议那些不熟悉通货膨胀挂钩债券的投资者注意查看发行传统的和通胀挂钩的政府债券之间收益率的差异。体现不同市场收益率和盈亏平衡通货膨胀率的表格会定期刊登在《金融时报》上，但是他们可以通过政府债券价格和收益率的任何表格而得到。通胀保值债券用美国国债收益率表格（例如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《华尔街日报》）中的字母“i”来表示。同样的分类规则也应用到了与欧元区或者法国通货膨胀挂钩的法国政府债券的发行中。盈亏平衡的通货膨胀率受到了诸多技术因素的影响，这些因素可能意味着市场对通货膨胀的预测是不正确的。这些因素包括以下几个方面：

◎通货膨胀风险溢价。这可能使得盈亏平衡率高于市场预测的通货膨胀率。

◎税收差异。这扭曲了通货膨胀挂钩和传统政府债券之间的关系。通货膨胀挂钩债券的税收处理在不同的国家有所不同。例如，在美国，纳税投资者必须对实际收益率和累计通胀都纳税。因此，当通货膨胀率（或者是预期通货膨胀率）提高时，需要债券价格下降，从而使得税收实际收益率保持不变，反过来，通货膨胀预期减少时也是一样的。相比之下，在英国，收入税只对与通货膨胀挂钩政府债券的票息征收，而不对债券中未偿本金的通胀补偿征收。因此，英国纳税投资者有动力持有短期通胀挂钩债券，因为这种债券的税收处理会比短期传统债券更加有利。在某种程度上通货膨胀挂钩债券的价格受到纳税投资者而不是免税投资者的推动，这将会影响着盈亏平衡通胀率。

◎免税养老基金和保险公司方面的法规和估价规则。这可能会导致对传统和通胀挂钩的市场中某些特殊部分的集中需求，带来估价异常，从而需要很长的时间期限来进行套利。这可以在不同期限的盈亏平衡通胀率之间的差异中得到体现（而且可以代表长期投资者的投资机会，这些投资者受他们自己的金融需求而不是套利规则或者基准的引导）。这也可能体现了通胀挂钩债券市场比传统政府债券市场具有更差的流动性（见第6章）。

◎通胀估量偏差，估量是通过用于计算通胀挂钩债券上升价值的官方指数来进行的。原则上，这些偏差应该体现在盈亏平衡通胀率中。例如，如果相信由于指数中的偏差，通胀挂钩债券对通货膨胀的补偿更多，那么他们的价格会被抬高（而他们的收益率将下降），记录的盈亏平衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通胀率将会高于期望的通胀率。

这些因素可能使得盈亏平衡率不同于通货膨胀预测值，而且这些不同可能会随国家和债券期限的改变而改变。但是，作为第一种近似，盈亏平衡率是对通货膨胀进行市场预测的最好的“经验法则”。如果长期投资者有很强的观点认为盈亏平衡率可能体现得过于乐观或者过于悲观，那么这些观点应该合理地影响着投资者在实施战略时如何失去通胀挂钩债券的安全性。如果无风险投资是通胀挂钩政府债券的投资者期望传统的债券提供适当的收益以补偿预期通胀，获得上述所讲的风险溢价，那么投资者应该在传统政府债券方面有一个战略选择。换句话说，这种投资者可能认为通胀挂钩债券提供的保险太贵了。

投资者期望获得什么样的溢价收益?

通常不会怀疑政府会履行其债务义务，但是这些不同类型的政府债务在履行责任之间有什么样的联系仍然是不清楚的。

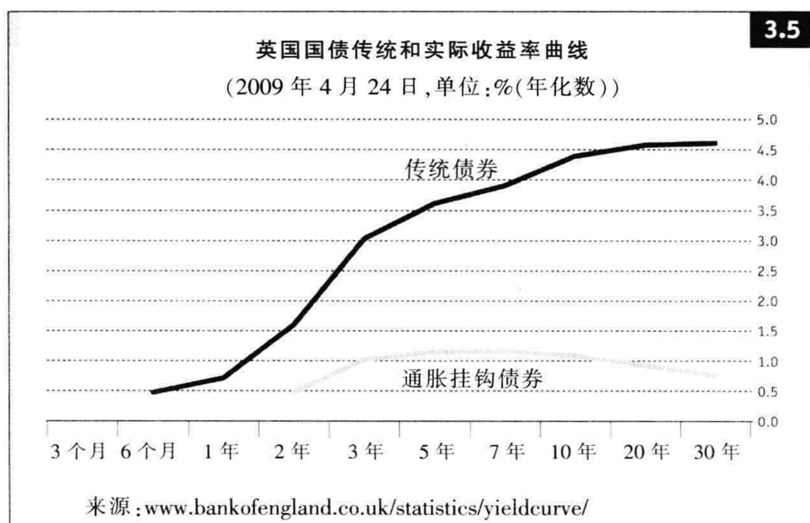
从埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson）、保罗·马什（Paul Marsh）和迈克·斯汤顿（Mike Staunton）等伦敦商学院的所有教授做的 17 个市场的国际比较中，我们可以知道自 1900 年以来，美国长期债券已经提供了每年高于国债 1.1% 的溢价收益，也知道自 1900 年以来，美国以外的 16 个国家每年平均仅有 0.3%，这可能比投资者提前所预期都还要少。但是，如果有溢价，应该预计通胀挂钩政府债券比国库券多了多少溢价。迄今为止的经验严重地受到货币政策背景和相关国家税制的影响，而且也少得难以得出结论。

哈佛大学的莫顿属（Morton L.）和卡罗莱南·奥利尚（Carole S. Olshan）经济学教授约翰·坎贝尔（John Campbell）及耶鲁大学的阿瑟米·奥肯（Arthur M. Okun）经济学教授罗伯特·希勒（Robert Shiller），在美国市场引入通胀保值债券之前，他们的研究认为他们对传统政府债券收益率中通货膨胀风险溢价的“最佳猜测”“可能是 5 年期的零息名义债券 50—100 个基点”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时也认为“长期通胀挂钩债券似乎不可能有长期风险溢价，甚至还可能有负的风险溢价”。换句话说，通胀挂钩债券可能通常预计每年的业绩会比传统政府债券差 0.5% ~1%，而长期来看，他们有可能会比国库券业绩稍好点（可以想象更糟）。



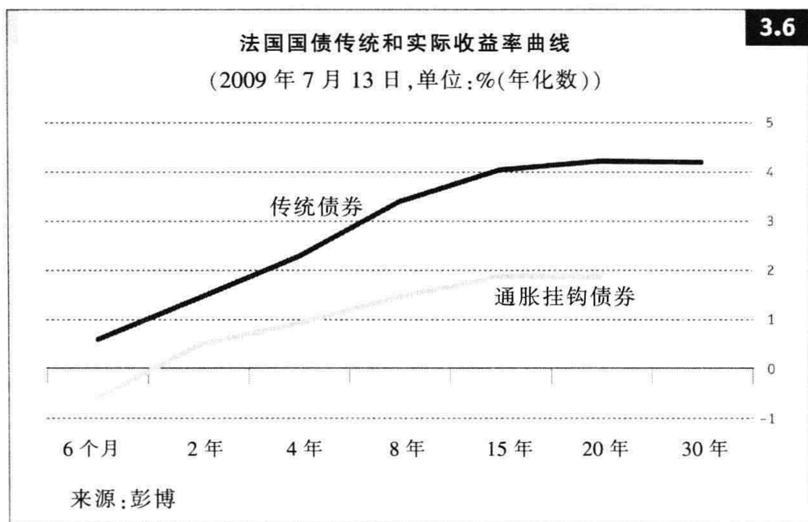


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过导出投资策略建模所需假设而获得的结论，可以归结为以下几个方面：

◎通胀挂钩债券应该为长期投资者提供一个基准，正如国库券为短期投资者提供一个基准那样。

◎他们可能仅仅提供一个高于国库券的适度的溢价收益。合理的假设应该是每年0.25%。



在没有通货膨胀变化的情况下，传统债券可能每年提供大约平均高于通胀挂钩债券0.75%的通货膨胀风险溢价，但是这可能在通胀很低，预计未来也很低的情况下达到最低点。最谨慎的长期投资者可能有一个通胀挂钩债券的锚持有量，但是在通胀不确定性较小的时候（或者更加相信货币当局控制未来通胀范围的能力），高质量的传统债券可能替代通胀挂钩债券而作为许多长期投资者主要持有的债券。这体现了预期溢价收益及其更大的经常性收入分配的便利两方面。但是，这只可能在回顾通胀风险并考虑怎样适应投资者的短期下跌风险容忍度（这个变化的税收含义）之后才会发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权风险溢价

《乐观主义者的胜利》是迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和斯汤顿（Staunton）为他们的第一版著作的命名，这本著作是他们对自1900年以来17个国家的股票、债券和国库券的收益的开创性审查。他们得到的信息是股票投资者比他们20世纪所期望的要做得好，同时他们预计21世纪对长期股票投资者来说不会再有那么慷慨了。犹如一个线索，新世纪开始变得可怕起来。根据迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和斯汤顿（Staunton）的数据，美国2008年费用及开支前的总收益为－37%，是历史记载中业绩第二糟的年度，而对于除了美国以外的全球而言，2008年的业绩为－43%，是历史上最糟糕的（20世纪30年代的连续12个月数据显示了1932年具有更加糟糕的经历）。到2008年12月，美国市场为期10年的收益，同样是开支前的，只有－0.6%，这是自20世纪30年代以来，第一次出现负的10年收益。



来源：埃尔罗伊·迪姆森(Elroy Dimson)、保罗·马什(Paul Marsh)和麦克·斯汤顿(Mike Staunton)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

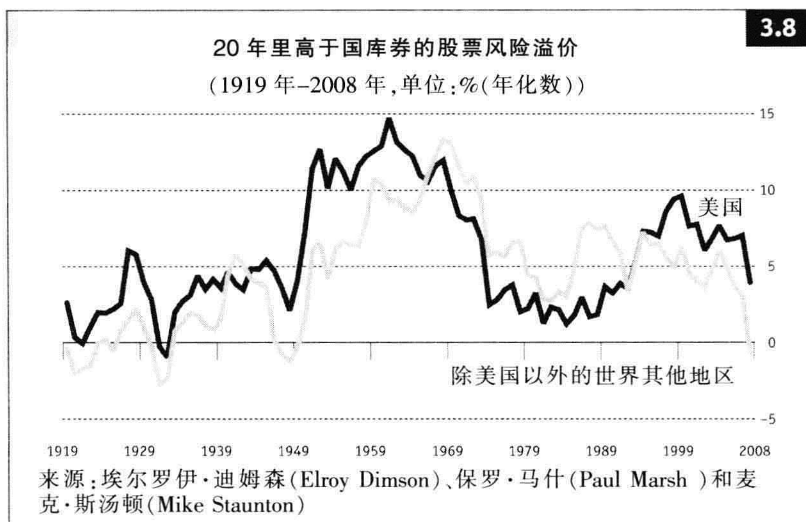
因此，股票投资者应该期望什么样的业绩？它又跟债券和国库券带来的业绩有什么样的联系？这是一个具有争议的领域，也因而具有不确定性。这个不确定性很重要，需要在投资策略的设计中得到体现。

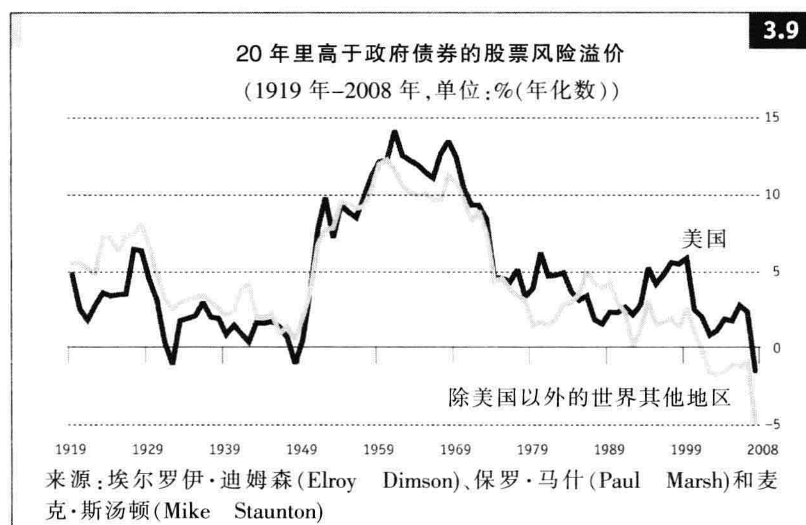
起点是历史，而且最近的历史创造了最深刻的印象。在研究分支机构主席和《金融分析家》杂志前主编罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）写的一篇题为“债券：何必呢?”的文章里，得到的数据表明到2009年2月的40年里美国股票市场相对于美国长期国债业绩稍微差一些。图3.7，运用来自迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和斯汤顿（Staunton）的年数据，体现了自1978年以来美国股票市场业绩不好，也表明自1966年以来除美国以外的世界其他地区总计也有点差，这大约经历了43年。这对每个人的寿命来说都是长期的了。

在最近几年，许多关于历史市场业绩的学术研究已经出版了。这方面最早的研究者是罗杰·博特森（Roger Ibbotson），他是耶鲁大学管理学院金融实践教授，同时也是雷克斯辛克菲尔德（Rex Sinquefield），基金管理者三位基金顾问的合伙人之一，他联合出版了精心构建美国1926年以来的收益数据而得到的长期数据库。希勒（Shiller）将这个数据库中所包含的数据拓展到了1871年。在过去的几年里，这一美国研究成果得到了大幅度的拓展，最为显著的是迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和斯汤顿（Staunton）所作的国际研究。

数据确实显示了在所有长期数据存在的国家，最长的测量期限内股票的业绩在每种情况下都优于政府债券和国库券。因此，承担风险最终得到了收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





然而，正如图 3.7 所示，也有很长一段时间股票业绩不如国库券或者债券。这不仅适用于没有充分分散化的个别小市场，也适用于美国和世界上其他的地区。这将在图 3.8 和图 3.9 得到说明，体现了 20 年股票高出资金（国库券）和长期国债的超额收益，这些国库券和长期国债都是美国及迪姆森(Dimson)、马什（Marsh)和斯汤顿(Staunton)研究中提到的 16 个其他的国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所构成的16国集团的。图形表明导致2008年情形的经历是不常见的，但是这不是在长达20年的时期内第一次出现股票市场业绩差于国库券或者债券。当看其他国家而不是美国的经历时，这一点显得更加正确。

表3.1 1900年—2008年的长期市场业绩和风险[a]

	业绩[b]（%（年化数））			波动率（%（年化数））		
	全球[c]	美国	英国	全球	美国	英国
国库券	……	1.0	1.1	……	4.7	6.3
债券	1.8	2.1	1.4	10.3	10.0	13.8
股票	5.2	6.0	5.1	17.6	20.4	20.0

a. 剔除通胀后，但是在费用和支出之前。
b. 几何年均回报。
c. 全球债券指数用GDP来衡量；全球股票指数用股本来衡量；全球指数回报和波动以美元为单位。
来源：2002年和2009年，迪姆森(Dimson)、马什(Marsh)和斯汤顿(Staunton)的研究数据

到此为止的历史：什么与制定战略有关，那什么就是我们对未来的期望。大多数（但不是所有的）观点是20世纪对股票投资者会比他们合理地期望的要仁慈一些。拿宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融学教授杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）和罗素·帕尔默（Russell E. Palmer）的话来说就是："自1926年以来异常高的股权收益当然是不可持续的。"主要的原因是对20世纪的股票进行了重新评估，这体现在了价格/收益率的提高及市场股息收益率的降低。这主要归因于较好的业绩，而且可能还会发生，但是它不会作为业绩优越的一个来源而无限期持续下去。实际上，股票价格提高反映了未来预期的低收益。这其中可能的原因是由于诸如共同基金的蔓延之类的创新，特别是与市场匹配的指数基金，目前投资者可以比以前更容易地管理他们所面临的市场风险。换句话说，20世纪投资者享受着业绩的成果，其部分是从21世纪借来的。

这种情况下的可行性对股票市场前景来说是很重要的，而且历史经验的投资业绩在未来可能会表现得很差。博特森（Ibbotson）和陈鹏2003年对他们分析资本市场收益的替代方法进行的调查中，估计美国股票高于美国长期国债的风险溢价以几何基准衡量为4.0%，而以年度算术平均基准衡量则为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.9%。这接近于已发表的估计数据的较高值。迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和斯汤顿（Staunton）总结他们的研究说道："结果对美国、英国和全球而言是一个前瞻性的、几何平均风险溢价（高于政府债券的溢价），接近2.5%~4%，而对美国、英国和全球股票而言的算术平均风险溢价跌到了一个略低于4%和略高于5%的范围之间。"

博特森（Ibbotson）和陈鹏讨论的对立面是阿诺特（Arnott）和彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）（《违背神灵：风险的奇异故事》的作者），他们既可以被形容为股息增长，也可以被描述为估值悲观主义者。他们在2002年早起写道："长期前瞻性风险溢价远不及过去的水平；今天它很可能是接近于零的，甚至还可能是负的。"

理查德·布里厄利（Richard Brealey）斯图尔特·迈尔斯（Stewart Myers）富兰克林·艾伦（Franklin Allen）编著的标准的工商管理硕士的公司理财教材对这一讨论持怀疑态度。作者指出："许多理财经理和经济学家都相信长期历史收益是可得的最好的度量值。在这个讨论之外只有一家公司有结论：不要相信任何声称知道投资者期望获得什么样收益的人。"

这个讨论对下一年股票市场业绩会让人失望的可能性影响不大。但是，它严重影响着长期内股票的财富积累前景，尤其是长时间内股票市场出现糟糕收益的可能性。

股权风险：不要寄希望于时间来分散风险

如果股票对长期投资者比对短期投资者风险低，那么股权风险溢价的大小将很少受到关注。这是意见分歧强烈的讨论的一个独立区域，因而有很多让投资者困惑的地方。但是，专家怎么说呢？

时间期限越长越可能出现股票市场指数好于债券或国库券的情形，仅仅是因为平均而言，股票业绩预计会更好。此外，时间期限越长，累计的好业绩也越可能转化为越来越大的初始投资比例。投资股票的长期投资者应该平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均比投资于债券或者国库券的投资者做得好，而且时间期限越长会期望获得越多的收益。只要股票投资和获得了一个正的风险溢价，比他们支付的高估的额外管理费要高，那么这就没有争议。

实际上的问题是长期内可能出现糟糕结果的风险，其将如何演变为大幅度的下跌以及投资者可能有多强的愿望去避免这种下跌带来的损失。这往往是金融学关注的一个核心，而且它已经通过行为金融学中“损失厌恶”方面的研究而成为了更加突出的焦点。第 2 章中讨论的损失厌恶方面的试点工作表明投资者可能对损失预期的敏感程度是对获利的两倍。

长期内（大约长达 20 年之久），虽然股票的业绩一般远远超越了债券或者国库券，但股票比债券或者国库券业绩差的风险仍是不容忽视的。前面所示的图 3.7、3.8、3.9 生动地表明了这一点，而且比假设总有争议并为此受到质疑的定量模型更具说服力。

表 3.2 正好给出了这样一个建模工作的结果，在这个模型中通过复制自 1900 年以来美国市场如何运转的简要特征，模拟了股票市场 2000 个可能的结果。当然，事实上是众多可能结果中只有一个发生。这个表格提供了一系列的结果，从令人失望的第 5 百分位数结果，经过中位数或者第 50 百分位数结果，最后再到受人欢迎的第 95 百分位数结果，而且表格给出的这些模拟结果有 5 年期、10 年期和 20 年期之分的。

表 3.2　时间能够分散糟糕股票市场业绩的风险吗

	100% 国库券的低风险策略			100% 国债的低风险策略		
	5 年	10 年	20 年	5 年	10 年	20 年
100 美元在低风险策略中变成了税后的多少钱[a]	105	110	121	111	123	152
100 美元在股票策略中变成了多少钱[b]						
第 95 百分位数	263	482	1，305	263	482	1，305
第 50 百分位数	135	182	331	135	182	331
第 5 百分位数	69	69	84	69	69	84

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表格 3.2 表明在至少一半的模拟场景下，每个时期的股票业绩都远远优于债券和国库券，也体现了对业绩非常好的市场存在着强烈的偏好。然而，第 5 百分位数的股票结果不利，在每个时期内都落后于国库券或者债券。

近年来，越来越赞成暗含在表 3.2 中的标准统计假设低估了短期风险（事故发生频率远远高于模型所假设的），而且可能高估了长期股票风险。这是因为一个重要的学术研究机构支持人们普遍持有的看法——在某种程度上，市场“过度反应”（与表 3.2 暗含的标准假设有关）。如果这是正确的，那么当投资收益高于平均值时，他们随后可能会下降，而当他们低于平均值时，他们可能会上涨。过度反应的这个过程，也就是好的市场业绩预计随后会变差，被称为“均值回归”。其结果是股票市场会在比传统模型假设更短的期限内发生变化。如果这是正确的，那么当你只是简单地推断短期波动时，几十年或者 20 年测量的股票市场波动会比预计的要小。

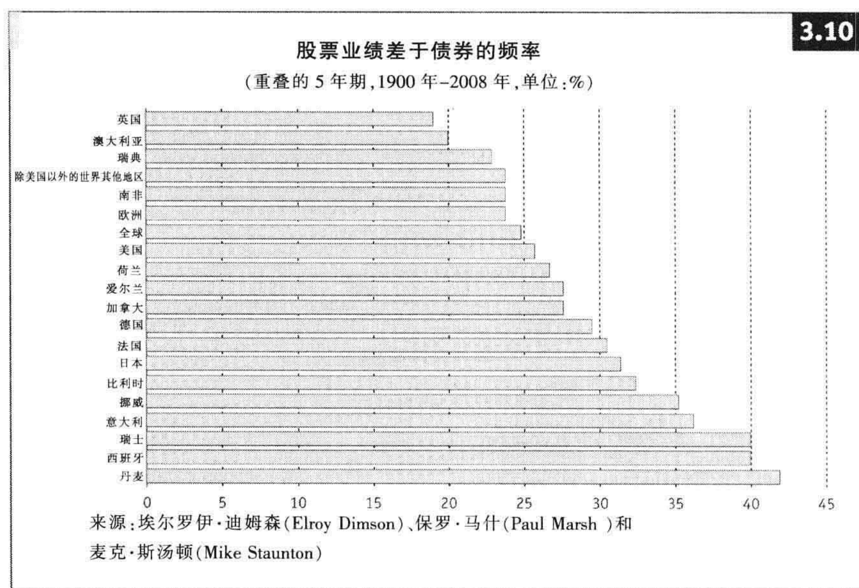
表格 3.2（及很多储蓄计划工作）中存在的简单的易于使用的建模广受批评。但是，这些方法仍继续被运用，部分原因是还没有达成如何替代他们的协议。尽管如此，这些模型的缺陷必须反映在如何提出了财富规划。基于风险的策略可能但并不一定会实现一个目标的期望往往不够放心。如果一个投资者需要更多的确定性（“下行保护层”方面——见第 2 章），那么潜在的投资策略需要立足于用定制的通胀挂钩或者传统政府债券对冲。通常，可靠的信息是这类保险的价格高，许多投资者不得不承受着很大程度的不确定性。

目前，通过研究历史数据而给出了股票业绩差于国库券或者债券的风险的最佳指南。金融学方面盛行的观点是 21 世纪股票市场不会像 20 世纪那样受欢迎。此外，需要对投资费用和交易成本的负担，在适当的情况下还有税务的拖累给予补贴。因此，一个合理的假设应该是这样的：令人失望的股票市场的发生率在 21 世纪会比 20 世纪要高。

连续 5 年或者 20 年股票业绩差于债券的国际格局在图 3.10 和图 3.11 得到了说明。他们表明在过去 109 年美国及全球股市中，有 25% 的连续 5 年期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

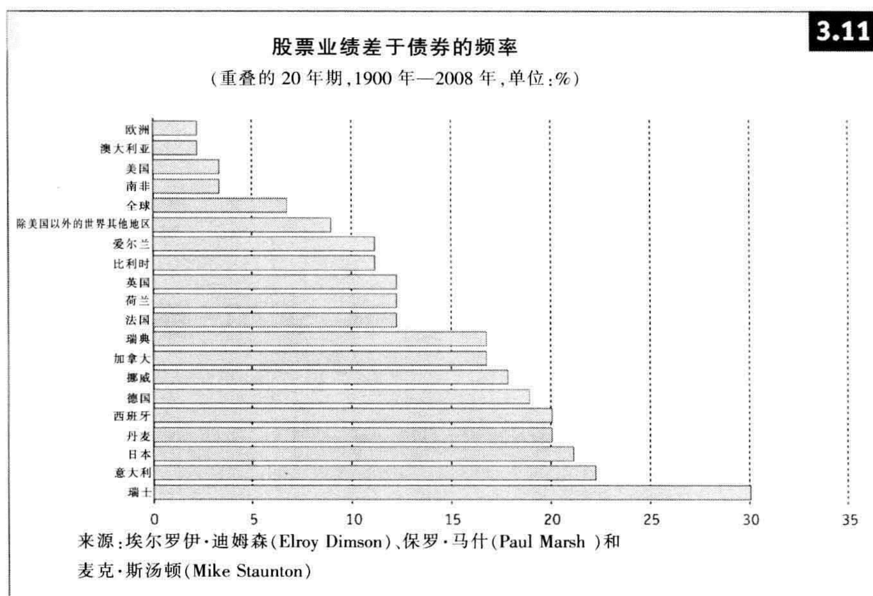
时间段里股票业绩差于债券。20 年期的时间段里，美国股市股票业绩差于债券的频率大幅度地下降到了 3%，而全球股市下降到了 7%。9 个国家有 15% 的连续 20 年期时间段里股票业绩差于债券。美国作为最大而且可能是最佳分散化的国家股权市场，其历史记录是非常重要的。但是，它 20 年期里业绩不佳的较低经历为推断未来提供了一个使人误解的基础。这是因为意料外通胀的有害影响而带来的过去股票市场的异常业绩及长期内债券的糟糕业绩夸大了它。这是由于存在通胀保值债券而在未来几十年里需要管理的风险，而且这很可能使得长期内美国股票业绩差于通胀保值债券。



来源：埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson）、保罗·马什（Paul Marsh）和麦克·斯汤顿（Mike Staunton）

正如最近的经验所体现的，长期内股票策略的运作差于避险投资策略所带来的风险，为此需要引起重视。这些不是小事情而像预期的糟糕运那样可以不再考虑的：这些事情都发生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson）、保罗·马什（Paul Marsh）和麦克·斯汤顿（Mike Staunton）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章 我们该怎么做：买进并持有还是视市场而定？

模型投资策略

股票、债券、现金和其他资产类别的长期模型配置问题是投资顾问之间的一个热议话题。有时候，长期模型配置被称为“策略组合”或者“战略资产配置”，它是建立在对金融市场预期的收益、风险和相关性判断的基础之上的。支持者认为，这样的模型为区分不同风险容忍程度投资者的投资策略提供了一个必不可少的因素。这些模型可以提供这样一个机制：确保投资策略使得谨慎投资者配置多于激进投资者的避险投资。模型也为顾问提供了便利的基准，容许形成资产配置约束，这给予了投资者一些想法，“因发现市场具有类似但不同的吸引力而使得配置在某种程度上有所不同”就是其中的一个。尽管如此，其他人认为模型没有用。

2003 年，彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）在《经济和投资组合策略》通讯上发表了一篇题为“策略组合过时了吗?”的文章。这个问题或许与时间的推移更加相关。2008 年，坚持固定的长期资产配置使得许多投资者的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失超出了他们的最坏预期。2003年，伯恩斯坦（Bernstein）写到："当今环境中的投资策略应该是机会主义的，更多地由耳朵来发挥而不是严格的策略配置。"他接着引用了凯恩斯（Keynes）1924年所写的一段话：

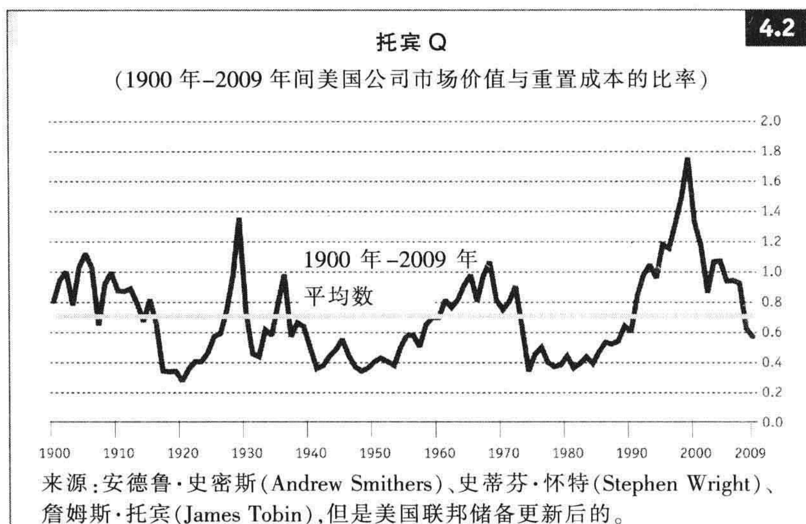
> 长期是一个对时事的误导。从长远来看，我们都会死。经济学家给自己设定了一个过于简单和无用的任务，正如在汛期他们只能告诉我们当风暴过去时，太平洋将变得平静。

对固定的长期投资策略的批评暗含了一个信念——分析可以告诉我们市场是高估还是低估了，当市场高估时，赔钱的风险在增大。很少有人要求能够预测什么时候市场将修正，但是他们不怀疑市场逐渐修正，或者，用学者的话来说，市场回归到他们的平均水平，或者他们"回归均值"。对长期策略模型的一个简单但略微不同的批评是说市场经历了不同的制度或者环境，投资策略应该对他们所代表的不同市场条件作出回应。相反，常规做法似乎是策略组合通常只回应那些最近已经成功了的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同市场环境观点最能通过观察多年来股票市场如何波动以及股票市场价格如何演变来说明。图 4.1 显示了领先指标和股票市场波动衡量指标——波动率指标，从 1990 年到 2009 年年中的变动情况。它同时彰显了 2007 年至 2009 年股市波动的剧烈增加和 2003 年至 2007 年市场环境的良性体现。这是制度更替的一个典型例子。几乎所有的投资策略在更为不稳定的环境中都比在更为缓和的环境中具有大得多的风险，因为在更为不稳定的环境中超过了对负收益的某种容忍门槛。这就建议那些对赔钱风险敏感的投资者应该在市场波动增加时，尝试通过持有诸如政府债券或现金之类的避险资产来获得收益。与此相关的现实问题是市场波动的一个突然增加很可能是由于价格的一个突然降低而引起，这标志着这样一个波动变化是对最近损失的反应。



来源：安德鲁·史密斯（Andrew Smithers）、史蒂芬·怀特（Stephen Wright）、詹姆斯·托宾（James Tobin），但是美国联邦储备更新后的。

另一种观点认为市场首先会过度反应然后出现回调，甚至是反方向超调。这种观点与权益投资策略有密切联系（见第 7 章）。当前，权益投资策略最经典的分析方法是史密斯公司的总裁安德鲁·史密斯（Andrew Smithers）和伦敦伯碧克大学的史蒂芬·怀特（Stephen Wright）在詹姆斯·托宾（James Tobin）研究的基础上得出的，而詹姆斯·托宾，曾经担任耶鲁大学教授，他认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为一个公司的股票价值应该和它净资产的重置价格相关。图 4.2 向我们展示了 1900 年以来股票价值的这种测度，即托宾 Q。水平线表示它的平均水平，值得注意的是在 20 世纪 90 年代末托宾 Q 达到了一个前所未有的峰值，然而在 2007 年到 2009 年 3 月间该值却急剧下滑。这仅仅是一个指标，但是它却有预警效用：当 Q 值远远超过平均数时，接下来很有可能暴跌；当 Q 值大大低于平均数时，则很可能回涨。如果这是正确的，那么权益的分配应该反映市场价值，而不仅仅是个账面值。1900 年以来，在 Q 值三次到达波谷的十年后，美国权益市场都业绩良好；而 1929 年和 1999 年 Q 值出现峰值后，市场就开始疲软。



权益市场并不仅仅反映出价值的逆趋势波动。图 4.3 展示了 1988 年以来 A+级公司债券和高收益债券同美国国债的价差。公司债券收益提供了另外一个预测价值趋势的指标，它可以辨别某个时期的风险收益是过低（正如信贷紧缩前期出现的情况），还是过高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚持市场信念与避险港投资

图 4.1—图 4.3 展示了各个预示投资市场繁荣与衰退的指标。我们知道泡沫和非理性繁荣可能发生，投资者的应对策略也很容易讲清楚。投资者应该从他们的长期投资组合中撤出，对冲他们的风险头寸或者直接缩减头寸规模，来保护他们的财富并维持购买力。故意保留投机头寸只是表明投资者愿意承担巨大风险（从行为主义者风险和资产分配金字塔的顶端跌落）。投资者的“权杖”，是他们实现理财目标的工具，不能是具有投机性质的。如此说来，投资者应该要么寻求其他投资机会，要么大量增加“避险天堂”性质的投资份额，即现金作为短期投资及政府债券作为长期投资。

专栏

市场泡沫

投资者面临的一个问题是泡沫，除了事后认识外并不容易识别。而且，对什么构成了泡沫并未达成共识，同时为市场现象寻找合理解释的人与强调影响市场的非理性行为范围的人之间还存在着起点的差异。对泡沫通常的解释是大幅度升值，从而价值远高于市场价值，市场经不起基本面的考验，然后价值会迅速下跌。查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）在他的书《狂热、恐慌和崩溃》中将这种现象描述如下：

> 从根本上说，发生的是一些事情改变了经济学前景。获益的新机遇被抓住，而且夸大，其方式像造成狂热一样具有非常类似的不合理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，以低估评定公司股票市场价值难度的方式，很容易运用这一点及开明的事后认识，因此，当新技术引入时，股价水平应该改变。卡耐基梅隆大学的政治经济学教授阿伦·梅尔策（Allan Meltzer）研究了这一点，他还在2002年世界银行会议“理性和非理性泡沫”的一段讲话中强调有三个层次的不确定性：

◎是否新技术真的代表着受影响的公司其利润方面的“昙花一现”，而这公司尚未按照市场价格贴现？

◎是否新技术代表着有关企业未来持续的盈利水平的一个阶跃变化？

◎是否新技术真的代表着未来利润增长速度的一个阶跃变化？

这些问题的答案只有在深思熟虑后才能形成（到那时候他们就“显而易见”了），但是同时股票市场体现了市场意见普遍的影响力，这些不确定性将是与股票市场波动性的显著增加相关。投资者需要知道什么时候新技术的不确定影响带来的理性积极性演变为了金德尔伯格（Kindleberger）描述的非理性狂热和过度投机。

避免过度投机的建议容易给出，但是不容易成功实施。实际上，争取时间市场的专业理财经理不容易获得成功，有时候，一些顾问甚至放弃去识别那些用这种方法增值的理财经理。在某种意义上，罗伯特·希勒（Robert Shiller）似乎是一个以外，他的书——《非理性繁荣》在2000年也就是科技泡沫的顶峰时期出版。后来，他在《新金融秩序》中解释说他受到了强烈鼓励，鼓励他放弃其它的书而去完成他朋友同事杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）的书。但是正如西格尔（Siegel）在《长期股票》中解释的那样，希勒（Shiller）和哈佛经济学家约翰·坎贝尔（John Campbell）在1996年末向美国联邦委员会提交研究，阐明美国股票市场已经被严重高估。这些问题困扰着艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan），他是当时的美联储主席，在1996年12月5日的一次演讲中运用短语“非理性繁荣”来论述了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近来股市的上涨。那时候，道琼斯指数是6437点。随后，它达到高峰，上涨了85%，2000年1月处于11700点的位置。在随后来临的熊市中，它在2002年6月跌到了最低点——7286点，仍然比“非理性繁荣”演讲时要高13%。尽管如此，2009年5月，道琼斯指数跌倒了6457点。2008年—2009年的股票熊市比2000年—2002年的熊市更为严重，但是有几个明显的例外要比提前的良好预期差很多。20世纪80年代的日本股市泡沫以及在世纪之交的“新经济”股市泡沫受到了评论员的广泛调查。2005年—2007年形势向好的信贷市场在提供足够的预期收益方面比股票市场更为常见。这代表了对投资者重大挑战，同时也反映了2002年8月格林斯潘（Greenspan）的观点——回顾新经济股市繁荣的回落，投资者面对的问题将是股票市场结构：

> 随着事情发展，我们认识到尽管我们有怀疑，但是的确是一直到泡沫破灭证实了泡沫的存在之后，都还是很难识别泡沫。

格林斯潘（Greenspan）的观点促使人们谦虚对待他们成功唤醒市场的能力。这种谦虚的理解使得一些人认为长期投资者不管有多困难都应该购买并持有股票。这项建议背后的理由是市场时机是冒险的，而且一些投资顾问认为股票风险对长期投资者来说显得较低。坎贝尔（Campbell）及其他人认为股票在长期内的风险低于其短期波动性所暗含的风险，因为股票有“均值回归”现象。如果这是正确的，坎贝尔（Campbell）主张在预计股票业绩好于平均值时，投资者应该高估股票；而在预计业绩低于平均值时，应该低估他们。很多人可能会说这“除了在事情发生之后，都是说比做容易”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场时机方面的困难可以借助于似乎唤起泡沫存在的“非理性繁荣”的例子来加以说明。这是有益的，因为它是非常公开和正式的。图 4. 4 表明了在“非理性繁荣”演讲之前与之后道琼斯工业平均指数引导美国股市的水平。

更能说明事实的是，考虑一个基础广泛的自 1996 年 11 月底（这正好是格林斯潘演讲前的日子）以来的美国股票投资、美国政府债券或国库券的累计业绩（包括红利和利息，但是不包括费用）。从 1996 年到 2009 年初，投资于国库券而不是股票会更加获利（尤其是将费用纳入其中时）且波动性更小。见下文的图 4. 5。将政府债券作为股票替代物的老练的长期投资者，其业绩会比投资并持有债券更好。但是，这种环境提供了一种平衡的方法，在这种方法中，对承担风险的意愿的理解及对在政府债券和股票或者其他风险资产之间进行配置的避险作用的理解是使得投资保持持久所不可缺少的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



策略模型的恰当角色

下一章将讨论对失望风险具有不同容忍度的长期和短期投资者的投资策略模型。每个模型中，政府债券或国库券都提供了战略的支柱。赋予他们的权重将由投资者的风险容忍度来决定。风险资产由配置的股票来代表。究竟股票本身是否代表着获得溢价收益的最有效的方式需要根据市场价值及对某一特定时点的不同资产类别的业绩、风险及相关性的预期来进行评估。投资于一系列包括信贷之类的风险资产是很正常的。这些条件将在本书的第二部分进行阐述。但是，无论如何投资顾问都相信市场收益的可预见性或者哪类资产是便宜还是昂贵，那么一个谨慎的投资者比激进的投资者更喜欢持有避险资产，而且一个谨慎的长期投资者会比需要更多现金的短期投资者对政府债券更感兴趣。

当避险投资本身比较昂贵的时候，谨慎的投资者就面临一个特殊的问题。他们需要决定花多少钱去购买所谓有效的保险及将资产转出避风港会带来多少风险。在这种情况下，债券梯对谨慎的长期投资者来说显得非常重要（见第 5 章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章
时间期限和策略特点：简单持有

短期投资策略

就短期投资者而言，最安全的策略是 100% 地投资于国库券。“战争基金”或“伞形”基金可能被认为是短期基金（见第 1 章）。短期投资者是只考虑收益的投资者。他们关注立即可获得的收益，而且他们没有必要对冲未来的风险。或者，至少，他们不在乎错过对冲这种风险的机会。虽然教科书中成功的判断标准是国库券的业绩，但现实中获得正的投资收益是短期投资者的首要要求。

那么短期投资者或者只考虑收益的投资者会有怎么样的资产配置呢？改变投资于现金（国库券）之类的策略会带来对较好业绩的期望，但同时也会带来对糟糕结果的畏惧。最初是最容易限制投资于股票、债券和国库券等传统领域的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金的安全性如何?

短期投资者的安全投资是现金。希望更加安全的谨慎的投资者应该更多地持有现金。如果现金总是投资于国库券，那么诸如本书之类的投资书籍会继续将国库券与现金等价起来。不过这是不常发生的。在 2007 年—2008 年信贷危机的前期，最震惊的特征之一是突然丧失了将钱存于银行的信心，也就是说觉得将钱存于银行不安全。这往往还不确定政府对银行倒闭的态度及政府存款保险的覆盖范围。当储蓄者面对银行即将倒闭的谣言时，很容易就会对银行失去信心，从而产生挤兑行为。

第一大崩溃是 2007 年 9 月英国的零售银行——诺森罗克银行的倒闭。该银行的网上现金提款服务量超过了他们的能力范围，客户在街上排成一排要求取现，造成了挤兑现象。这还是 1866 年以来诺森罗克银行发生的第一次挤兑现象。一年后，也就是 2008 年 9 月，640 亿美元的美国货币市场基金 Reserve Primary Fund，通过在雷曼兄弟破产造成的损失后将单位价格降低 97 分才“减轻了进一步下跌的压力”。于是，几天之内，投资者撤出了该基金管理的一半以上的资产，而且美国当局通过提供临时担保维持单位基金的价值，从而提升投资者对货币市场基金的信心。还有其他迹象显示存款人突然丧失对银行的信心。但是，对银行储蓄安全的关注是可以消除的，通过担保计划的明确，尤其是 2008 年 9 月以后逐步认识到在主要银行的储蓄应该受到保护。

没有完全适用的短期策略

对管理短期负收益风险的关注应该随着利率水平的变化而变化。低利率时，利率提供了一个业绩降低的缓冲垫。因此，当不用提高所衡量的出现负收益的风险而可获得（稍微）更加激进的投资策略时，短期投资在越高的利率下越容易进行。在这种特定的环境下，投资因为低利率而风险更大，而这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候投资会很自然的接近安全区（也就是持有现金）。

表 5.1　　消极策略：利率变化时不同的负收益风险

十年期国库券收益率	1	2	3	4	5	6	7	8
计算的负收益概率	42.0	33.3	25.8	19.3	13.3	8.6	5.3	3.1

在给定的某年，根据下文的表 5.6 描述的未变化的消极（“资本保护”）策略而计算的负收益概率。见下文糟糕业绩风险的相关内容。

来源：作者的计算

这意味着标准的“一刀切”模型中的资产配置与短期投资者对他们绝对业绩的关注是对立的。标准方法存在的问题并不是投资者没有面对相似的投资风险和机会——实际上他们经常会面对。而只是“一刀切”方法没有考虑市场情况。在利率水平较高时，消极的短期投资者应该适当考虑接受更大的投资波动性。这意味着做例证的短期的风格固定模型的资产配置应该是这样的：如果债券收益率在 4.0% 左右，那么配置可能是合适的，否则的话应当考虑改变，尤其是针对消极的投资者而言。

专栏

债券为短期投资者提供保险了吗?

答案是有的时候提供，有的时候不提供。通常情况下，股票市场和债券市场是正相关作用的。当股票业绩良好时，债券至少会变得相当好。但是，危机出现时，这种关系就会瓦解，而投资者将会抛弃股票而选择政府债券。在 2008 年股市下跌的时候，长期政府债券的波动性提供一个宝贵的杠杆来弥补下跌的股票市场。但是，保险“支付”的范围很大程度上取决于投资中有多少资产用于购买债券，这些债券的久期是怎样的。现金作为短期投资者的避险资产，提供了一些帮助。这可作为 2000 年—2002 年熊市的经验。但是，在过去的其他时间里，例如 20 世纪 60 年代通胀预期持续增长的时期，股票业绩很好，而债券则因受到通胀的影响，收益率逐渐提高。固定收益证券出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现负收益而股票业绩良好的现象已经有很多年了。

在危机时期，债券往往会升值，但是（甚至是到期期限较长的债券）也不会升值太多，更不会有股票下跌幅度那么大的升值幅度。自1980年以来的历史记载总结在了表5.2和5.3中。从2008年10月到2009年2月这几个月的经历中，我们很容易看到股市受挫与美国国债市场的良好业绩没有必然联系（见表5.2）。但是，表5.3记录了美国股市最差的年份，表明这些年里美国国债市场业绩很好，正如预期的，长期债券业绩最好。

表5.3就支持债券的保险作用来看，显得“非常好”。但是，表明债券保险作用的整体信息并不是总是有用，而且美国国债提供了比公司债券及其他巴克莱综合指数（见第8章）的构成要素更好的保险作用。

另一个信息是不同到期期限的债券之间的关系一般是可以预测的，而且最长期的（也是波动性最大的）美国国债在股市危机时期升值最多。但是，这并不是总会发生。当它发生时，债券收益率曲线的形状会明显改变，这也说明了要分散投资于到期日不同的债券。长期债券显然会比短期债券更偏离短期投资者的安全区域，也更具有风险性。不过，当固定收益市场提供保险时，短期债券的定期支付会少很多。

表5.2 股市危机时的数月里，债券的分散化[a]

	摩根士丹利美国指数	摩根士丹利欧澳远东指数	巴克莱资本美国长期国债指数	巴克莱资本美国中期国债指数	巴克莱资本美国综合国债指数
1987年10月	-21.3	-14.0	7.3	3.0	3.6
2008年10月	-17.2	-20.2	-3.3	0.7	-2.4
1998年8月	-13.9	-12.4	4.5	2.0	1.6
2002年9月	-11.3	-10.7	4.2	1.9	1.6
2009年2月	-10.4	-10.3	1.0	-0.4	-0.4

注：摩根士丹利欧澳远东指数代表的是欧洲、澳大拉西亚和远东地区的发达市场
a. 摩根士丹利美国股票指数月业绩（1987年1月-2009年8月）排序获得的最差的数据
来源：摩根士丹利；巴克莱资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.3 股市业绩出现极端情况的数年里，债券的分散化[a]

	摩根士丹利美国指数	摩根士丹利欧澳远东指数	巴克莱资本美国长期国债指数	巴克莱资本美国中期国债指数	巴克莱资本美国综合国债指数
2008 年	-37.6	-43.4	24.0	11.4	5.2
2002 年	-23.1	-15.9	16.8	9.3	10.3
2000 年	-12.8	-14.2	20.3	10.3	11.6
1998 年	30.1	20.0	13.5	8.6	8.7
1997 年	33.4	1.8	15.1	7.8	9.7
1995 年	37.1	11.2	30.7	14.4	18.5

a. 1987 年 - 2008 年间摩根士丹利美国股票指数业绩最好的和最差的三年里，美国股票和债券的业绩

来源：摩根士丹利；巴克莱资本

因此，短期投资者进行投资过程中，应该首先决定他们希望承担多大的风险，然后确保所承担的风险其本身通过资产类别进行分散化了。至少用一些固定收益证券头寸代替股票头寸，这种情况下不是为了收入而是为了保险（安全）。

你对长期投资感兴趣吗？

财富，不论是多是少，目的都是为了未来的花费做积攒。可能是明天，也可能是 40 年后，但大部分投资目标年限都不是短期的。对于需要锁定最低生活标准的长期投资者，或者对于要锁定最低支付的养老保险，投资策略不应以特定水平的财富为目标。财富是手段而不是目的。检验财富充足的最好方式是它能支撑的收入水平。

个人和机构财富的投资年限

固定福利养老金或者保险公司有义务给付的收入可以被精算师用模型提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前数年精确计算到合理水平。对于围绕着这些预测的不确定性和它是否随着社会变革和平均寿命的增长而提高的讨论仍然很多。但是这些讨论对于机构与个人财富支出不确定性的巨大差异是必不可少的。

公益基金和慈善机构的义务是天生不同的。他们的支出被他们的属性，接受的遗赠，必须平衡当前受益人和未来受益人的利益所约束。为了确保不同年代的受益人间的资产配置能够使他们得到合理待遇，终身制的基金如大学奖学金，它的投资策略需要保证这个基金能够“永远”持续下去。

具备专业投资管理和成功资金筹集的免税公益基金的增长为财富累计提供了新的方向，那就是此类基金的积累只受筹款能力限制。耶鲁大学的首席投资师大卫·斯文森（David Swensen）提供了一份耶鲁大学、哈佛大学和卡内基研究院20世纪初期以来的投资基金不断发展的内部资料。在1911年，卡内基和哈佛拥有大约2300万美元的资金而耶鲁大学只有1200万美元。到了2008年6月，卡内基研究院的投资组合，旨在支持自身科学研究的基金捐款，增长的速度超过通货膨胀，达到了8.7亿美元。但是这还是输给了哈佛的369亿美元和耶鲁的229亿美元（三家机构都预期2008年底会有巨大的账面亏损）。这种差异并不是来自于更高级的管理，而是接受了更多的遗赠。

个人财富则不用。家庭一代继承一代，但是家庭财富需要支出。可能用于教育的两代之间指数般增长的财富积累的机会很少。个人财富被消费，支付各种费用，交税，或者捐赠（例如卡内基家族财产）给慈善机构了。如果没有这些支出，节俭会使财富惊人的增加。例如，2008年12月前的109年，美国股市除去通货膨胀后，税费前的累计收益达到每年6%。这就意味着在1900年，一个拥有2000万美元的富有家庭，换算到现在大约5亿美元，当时全部分散投资到美国股市，现在将会拥有3000亿美元的继承财产，当然前提是这个家族没有动用这笔钱消费，交税或者支付投资管理费用。这样一大笔继承财产应该是不存在的。财富虽然可以继承，但是也会消费或支出费用。

每个家庭成员的消费计划通常很难预测。这就引出了与机构投资者无关的资产规划这个话题。养老保险和机构投资者的目的和战略方向被信托书或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等同文件通过法律手段所确定。相反的，对于家庭来说，投资目标和实际的支出往往是短期的，有时甚至是意想不到的。这就为与公益基金和机构投资者差异很大的个人财富管理的投资期限增加了不确定性。而另一方面，养老基金和保险公司（过去十年全世界成立了很多保险公司）的监管上的一点点改动也会突然影响到机构的投资期限。

在制定投资策略时，投资者需要明确投资期限不同时点的重要性。对于个人资产，投资目标通常并不清晰。有时某些特定投资目标在用政府债券作为基准衡量过后可以明确投资期限，而其他一些时候，资金却明确的需要投资于短期机会。但通常来说并不是这样，计划常常根据不同的信息随时改变。然而，这并不能成为假定这些投资者都是短期投资者，因为采取中期和长期投资策略也会帮助保护这些投资的购买力。

投资期限是衡量是否达到了投资目标的一段时期。但这段时间并不足够赚取一个正的收益率。最低收益率应该是短期目标下的无风险的国库券和政府债券收益率，而长期目标下则为通胀挂钩的国债收益率。

对于长期储蓄计划，能否达到特定投资目标（为退休后的生活提供理想的生活水平或者某个基金的特定支出水平）成为了风险的基本方式，而不是短期市场上资产价值。

长期投资者

长期投资者在为达到投资目标而随时调整上比短期投资者有更大的灵活性。长期投资者选择了最初的投资策略后在市场上并不是一成不变的。根据投资者的情况，投资即使不理想，一路上往往也会给调整留出时间，这样就为达到投资目标和降低风险增加了弹性。例如，可能有时间重温投资策略，或者对于个人来说推迟退休或降低现阶段支出。而对于基金来说，可能有时间来增加筹款，对于养老基金，则可以提高缴纳养老金的标准。这些选择为长期投资者提供了短期投资者所不具有的灵活性。对于任意一个依赖常规储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蓄或筹款的个人，基金（或者养老基金），资金来源往往是比市场走向更重要的风险来源和决定投资结果的因素。

理财规划和投资期限

短期投资者明确的以总收益率作为衡量投资策略成功与否的标准。长期投资者，特别是个人长期投资者，也常常关注收益率。但是正如第 3 章所讲，这是不正确的。举例来说，个人通常会在退休前为储蓄额设定一个预期目标。但是如果长期利率下降，大体上合理的储蓄量会在很短时间内变的不合理。关键不在于储蓄的绝对量，而是这些资金经过谨慎的投资，是否可以支撑退休后理想的生活水平。这就警告我们，不应只看投资收益是否为正，还要关注收益率是否不足。衡量的基准是合理安全的投资策略所产生的收益，所以业绩差于投资策略，即是投资收益不足。

这被很多北美谨慎个人投资者很好的理解并应用于理财建议和阶梯型投资组合当中。但是在世界其他地方一般的理财建议中却并不常见。国际上，个人投资通常持有短期债券。这往往反映了对通货膨胀潜在影响的担心和避免由波动频繁的资产带来的短期负收益的期望，即使这个资产是保证未来特定时点支付特定收益的政府债券。在美国之外，人们广泛的相信长期债券对于谨慎的个人投资是不合适的，个人投资强调（有待商榷）应控制绝对波动性和短期资产保值。事实上，这仅仅对谨慎的短期投资者适用。把投资期限和风险承受力相混淆往往与错误设计与投资者的投资期限相适应的风险承受策略同时出现。投资期限和风险承受应当区分对待。有谨慎的长期投资者，也有大胆的短期投资者。

对控制波动性的关注往往需要限制承受的利率。债券市场近年来的发展显示了这个方法如何威胁到长期投资者的购买力。房地产次级债持续的盈利机会另一面则是较少被关注但日渐重要的退休储蓄，那就是收入的持续购买流成本的不断增加，不论这个收入是以政府债券还是保险公司年金形式来支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付。同时，通过通货膨胀连结型债券购买保值产品的成本也增加了。例如，美国长期实际利息率从1999年底的超过4%，降低到了2%至3%之间（详见第3章的图3.2）。作为公益基金或者家庭，如果希望能把真实财富以不变的水平传递下去，真实利率的降低会导致这些财富产生的真实收入的减少。财富规划不应该盯住财富累积，而且更合适的名称应该叫做收入规划。对于每一个长期投资者来说，这并不是毫无意义的名称上的区别，并且这个长期投资者既包括为退休做规划的个人也包括接受捐助的慈善公益基金。

“避险资产”、基准、风险承受和长期策略

政府债券的锁定投资目标能力（通过规避未来较差利息率风险）是指它在长期投资者制定投资策略时扮演的市场基准线的角色。这个概念适用于任何实际的“安全第一”的投资组合推荐，也适用于传统的投资策略。基准是一组能提供持续符合投资目标的收益的政府债券，投资目标就能基于此被准确设定。当寻找长期投资，但并不追求特定收益时，最好的基准线和“避险资产”就是长期政府债券。

“避险”投资策略能够定量需要多少今天的财富去保障或“对冲”未来某天合理的特定目标。另一种方法是，它能根据现在给定的初始投资，确定的计算出将来某天的积累量。避险是考虑投资策略，财富和收入规划时直观的起点。

如果这导致了投资者的主观意向和低风险投资策略的相互冲突，投资者应该尽量以投资目标为优先，区分哪些是用政府债券可以合理保障的，哪些是缺乏理性而更加主观的。这是一个不断调整对目标持续性和损失承受力的预期的重复过程。

第2章行为金融学中著名的“自给农民”理论为此提供了一个推理方法。最谨慎的做法是在确保为家人种植了足够口粮以后再种植经济作物。这里没有考虑用经济作物的收益购买口粮，所以这种安全第一的方法往往导致生活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平的降低，而不是对波动经济作物产出的关注。相对应的投资策略是通过购买足够的主流利率的通货膨胀连结型的政府债券及生命年金来保障退休生活水平的风险。这种持续的方式就允许在额外的金融资源基础上建立一个主观的投资组合。

在整合传统金融和行为金融理论时，波士顿大学管理学院的金融及经济学教授兹维·博迪（Zvi Bodie）在发表于金融分析杂志（2003 年 1 月/2 月）上“对未来的思考：生命周期投资的理论和实践”这篇文章中写道，一个合理的组合投资策略应该由核心“安全第一”的，以政府债券为主的对冲投资组合组成，再加上一系列股票市场指数看涨期权的剩余投资。可以时不时的卖出盈利的看涨期权并购买更多政府债券来锁定更多的退休后收入。这就是博迪具有很大吸引力的升级生命年金。它符合安全第一和投资者投资期限相吻合的保险金投资需求。如果市场业绩良好，便能够提供更高的生活水平。它简单易懂而且成本也较低。

长期投资者对未来的关注应该引出对差额风险的关注。这个风险是指所选投资策略业绩不如避险政府债券策略，并且不能够满足一个谨慎策略应该承受的支出。这时投资者应该改变策略，选择一个比低风险策略预期收益更大的高风险策略。

对于长期投资者，不应该像短期投资者那样重视损失的可能性和传统交易中的绝对收益和价格波动。相反，应当关注寻找比完全投资于通货膨胀连结型政府债券收益更大收入更稳定的机会和风险。

对于谨慎的长期投资者，投资策略应该主要考虑长期债券。对更加激进的投资者，可能会减少持有长期债券，但政府债券，特别是通货膨胀连结型政府债券仍然是比较所选策略的基准线。如果投资者有充分的理由相信不会有通货膨胀，也可以选择常规的政府债券。否则，特别是对于到期日很长的投资，生活成本增加的可能性增大，通货膨胀连结型政府债券才是最佳的选择。

长期的优质债券之所以非常重要是因为它能让谨慎的长期投资者对冲掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来收入和生活水平因利率变动而降低的风险。对于已经开始领取养老金和马上要退休的人来说，如果他们遵循着一个资金充裕谨慎操作的长期投资策略，那么利率的降低并不要紧。

“简单持有”的危险

然而，对于很多投资者，过于期望“简单持有”可能会纵容他们满足被视为短期投资者，即使他们的目标是长期。这样他们就成为了只关心“绝对收益”的投资者，他们眼里的避险是100%投资于现金类产品。

危险的是，这些投资者将错过短期和长期投资之间两个重要的区别。第一个是长期投资者对价格水平和通货膨胀不确定性的关注。第二个是这类投资者由于无法区分未来证券价格的降低（政府债券价格的降低）和投资质量市场评价的降低，也难以区分好的和坏的波动性。因此，投资者应该问他们自己：我们的投资是短期的还是长期的？答案会有很大差异。

好的和坏的波动性

有时候，你可以确定金融损失是可以逆转的。靠良好构造的政府债券阶梯所带来的收入生活的养老金领取者能够沉着应对债券收益率提高后他们投资组合市场价值的降低。它应该是不相关的。一个有信誉的政府发行人将保持他们习惯的风格。但是，因难以获得养老金收入的公司债券发生信用降级而导致个人的投资价值降低时，他们显然会受到失眠的困扰，因为他们的收入没有了保障。

这突出的问题是盯紧总收益或者避免投资组合市场价值发生损失。长期投资者应该把利率提高（和随后带来的政府债券价格的降低）造成的损失与公司潜在收益下降而导致的损失区分开来。前者体现了业绩因为较高的折现率而随后恢复的保障。市场观点没必要为了这个而做进一步的修改。后者表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明了市场评估，也就是目前有更大可能证券无法传达其预期支付安排。对期望近期实现目标的短期投资者而言，任何一个反转都应该被视为是一个需要被意识到的永久损失。就长期投资者而言，只有信用等级的降低需要引起注意。可以说这不是关系到养老金领取者的信用等级的降低，因为它仅仅是一个导致收入减少的违约。但是，这是一个关于不当措施风险所造成的危险的经典案例。大多数信用降级的公司债券发生违约之前，投资者会有很长一段时间因为担心他们维持未来生活水平的能力而失眠。债券阶梯组成的公司债券一直延续很多年直到未来，比实际违约更可能会引起对信用等级一定程度降低的担忧。

体现在政府债券价格下跌中的波动性降低未来收入的购买成本。这对为养老金或者大学教育或者用来投资于未来好机会的财富进行储蓄的任何人来说是一个毫不含糊的好消息。例如，对养老金储蓄计划来说它是一个好消息，因为它意味着每一美元的养老金储蓄能够购买更多的养老金应得数额。

作为一个长期投资者，为了实现成功，好的和坏的波动性之间的区分应该在投资者如何应对金融反转中被接受并得到体现。这对个人投资者来说是无价的，这些个人投资者往往视任何损失都是坏消息，而它可能代表着的是获得更高未来收入的机会。对某些养老基金投资者来说，它同样也是有价值的，这样投资者的态度有时候带着无所谓的态度，认为短期损失与他们无关，因为他们是长期投资者，能够“识破”股票市场的高峰和低谷。

缺乏明确的财务目标可能使得投资者去关注不恰当的时间范围。一个可预见的后果是实施策略的低效率。如果个人投资者，其恰当的着眼点是长期，但是他的行为是一个短期投资者的行为，那么一个此类例子就发生了。他们无法了解他们在长期利率变化和通货膨胀逐渐消失面前的弱点。当长期债券避险性不足的头寸可能会（视现有投资的利率敏感度而定）提供一个机会以确保利用现有资源获得更高的未来收入时，任何长期利率的变动都可能被误解，仅部分受利率降低影响而带来的正业绩会被认为是“良好业绩”（实际上，它不是，它很差，因为它仅仅部分对冲了利率的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低，相反，应该更好的），而因为部分受利率上升影响而带来的负业绩被认为是“较差业绩”。

遵守金融规则的财富基金或者长期管理现金流债务的机构不大可能会犯这些错误。问题是，如果财政拮据本不是很紧张（可能是富裕家庭的情形），那么市场竞争就无法用于确保财富得到有效管理。相反，它需要主动决策和恰当的管理，从而使得适合任何投资者任何时间期限的目标得到了适当的关注。

专栏

未预期到的通胀：再次扫大家的兴

在第7章，股票市场的学术研究中讨论得到的好的和坏的波动性之间的差别，是一个有用的工具，其帮助长期投资者理解投资策略获得成功的重要时间段。它也帮助区分短期和长期投资者。严格地说，“好的波动性”应该仅仅用于政府通胀挂钩债券，例如通胀保值债券（TIPS），收益率的波动性中。原因在于常规政府债券价格的降低，体现了通胀预期的上升（而不是实际利率的提高），对投资者来说是一个好消息，因为它体现了所有名义债券投资价值预期无法收回的贬值。这就是解释了为什么在大多数有数据的国家，债券在20世纪提供了糟糕的回报。在缺乏意外的通胀预期增加时，本章的所有关于良好波动性的内容应被理解为适用于通胀挂钩政府债券，同时也适用于常规政府债券。

“简单持有”的长期资产配置模型

“分散化，分散化”，资产配置者通常这样说。但是，在设计低风险策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，总是从资产配置开始，其第一步应该是设计最好的套期保值方式以消除难以满足目标的风险。对一些投资者来说，可以想象这可以通过仅仅持有特定的政府债券来实现。随着投资者不再进行“最好的套期保值”时，分散化逐渐成为大家关注的问题。任何一个这样的行动都需要有效执行，这将要求对不可避免的风险进行分散化。

短期资产配置模型（见下文的图 5.5 和图 5.6）立足于 20 世纪 50 年代的知识产权突破，而且鉴于金融领域的发展，配置模型自那时起就被认为是“过时的”了。他们提供了一个简单快捷的方式去考虑如何管理亏损风险。他们假设，市场“业绩良好”（实际上不是），他们只考虑了一个时间段（对一个投资者来说是大可能的），而且他们假设财富其本身就是一个目标，而不是一种结束的手段。

因此，长期投资计划会是什么样子的，应该怎样构建？它不是一个财富计划——它是一个长期的收入或者支出计划。一个收入计划需要考虑你的金融及其他资产、你可能的收益、你的金融债务以及你的支出计划。第一步应该是建立一个基准，以看看在给定的现有资源和利率水平下，你是否能够“对冲掉”你的债务及计划。要做到这一点，财务顾问需要利用复杂的模型工具使得投资者能够使他们投资形式与债务支付可能的安排相匹配，在某种程度上强调了采用“完全套期保值”策略的低风险（但不是高费用）。它应该显示出随着策略逐渐减少持有的完全套期保值头寸时，预期成本将如何降低。

策略与短期模型之间的分歧将在表 5.4 和图 5.1 中得到体现。目前关注的是完全套期保值策略的短缺风险而不是负收益风险。因此，当比较风险最小化战略与完全套期保值投资战略时，不是体现预期收益及与该收益波动性的权衡，而是关注实现目标时的预期盈余或赤字。长期投资者的“模型策略”体现在了表 5.4 中。风险收益图显示在了图 5.1 中。注意，该图假设即使是最谨慎的长期投资者也可能涉及出现缺乏金融目标的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

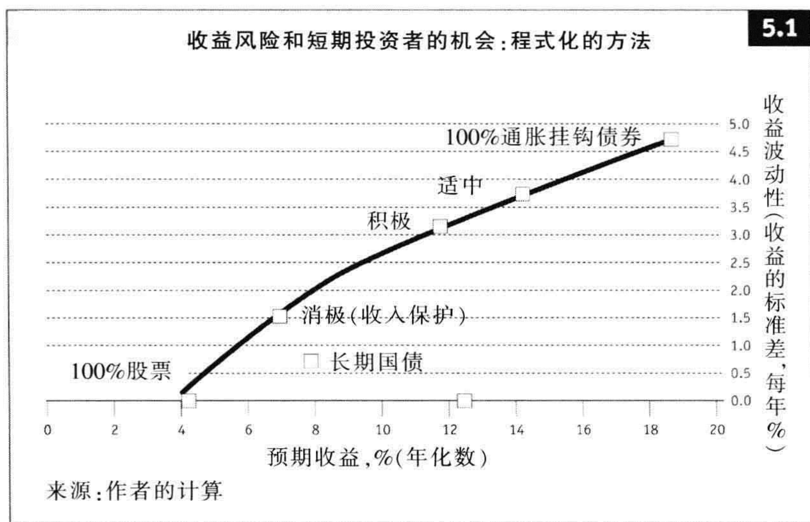


表 5.4　程式化模拟长期策略，仅投资于股票、债券和现金

	消极（“收入保护”）	适中	积极
股票	25	60	80
长期传统政府债券	50	40	20
现金	0	0	0
通胀挂钩政府债券	25	0	0
预期收益（每年%）	1.6	3.2	4.0
收益波动性	6.8	11.7	15.1

长期投资者应该持有更多的股票吗？

第 4 章中关于股市泡沫的讨论又一次引入了股票风险是否随时间而降低的问题。因为如果可以预见股市的繁荣和萧条会交替出现，那么可以从这种模式中获利。但是，如果我们怀疑自己判断市场时机的能力，即使是相信市场周期，那么这种可预见的市场回报的周期性将会稍微调高长期投资者对股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的配置（已纳入到了表5.4中）。

许多研究，尤其是杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）的《长期股票》，表明长期持有的话（例如，30年或者更多），较传统政府债券而言，投资者可能会更加确定，至少不会不确定，股票剔除通胀后的预期业绩。这是以20世纪的经历为基础的，那时候未预期通胀的影响使得财富以现金和债券的形式长期持有会比短期持有风险性更大。西格尔用于支持这一点的证据主要来自美国，但几乎没有例外，它也得到了国际数据的支持。结合来看，这些至少在某种程度上倾向于长期投资者对股票进行投资策略配置，而谨慎的以及激进的投资者不对债券进行配置。

不过，他明确指出，虽然这个模型体现了20世纪未预期到的通胀对谨慎投资者投资于传统政府债券和国库券的影响，但是它没有包括美国通胀保值债券市场近期创新的潜在作用。

通胀挂钩政府债券的推出改变了21世纪长期投资策略的基本规则。长期投资者很容易认识到他们可能也有中期目标（尽管他们目前没有阐明）。这更近一步强调了定期衡量收益和损失或者短缺的行为。假如将行为金融学的看法一起纳入损失厌恶进行考虑，那这就表明建议长期谨慎投资者进行高比例的股票配置既没有必要也不可取。但是，如果长期谨慎投资者对股票均值回归现象有信心，那么特别是当他们获得其他收入来源时，他们可能比短期内建议谨慎投资者持有的股票要多。

再一次发生通货膨胀

在表5.4的长期模型中，现金没有发挥作用。这是因为现金相对于避险资产（通胀挂钩债券）来说是波动的，而它没有业绩优势。同时，通胀挂钩债券和传统的政府债券之间的未来关系对通胀预期点、这些预期的风险以及投资者的风险厌恶程度是敏感的。应该假设这些通胀风险难以恰当地体现在任何建模假设中，而且假设依赖于大量的判断意见是很有必要的。此外，“专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家”的判断可能不如消息灵通的投资者在通胀预期之类的事情上的观点和经验有价值。但是，金融市场在盈亏平衡通胀率方面的预期应当作为一个比较点。

长期投资者的投资决策往往体现了一个关于通胀前景有意识或潜意识的预期。考虑到长期投资者（如养老金领取者或者养老保险或者养老基金）有直接的与生活费用相关的金融投入。通过执行一个投资于传统政府债券的投资策略，投资者（正如第3章中所解释的）隐含表达了一个观点，即未来通胀将低于通胀挂钩政府债券收益率和传统政府债券收益率之间的差异表示的盈亏平衡率。市场已演变为通货膨胀互换，使得投资者能将传动债券头寸转换为通胀保护（但是有公司信用风险）投资。关于预期通胀和未来通胀不确定性的观点应进行再考察，可能每年一次，有助于提供一些未来不同日期的价格水平的简单“假设”实例。在表5.4所给出的长期投资者的程式化模型中，关键的是要决定有多少政府债券应该以通胀挂钩或者传统债券的形式持有。

阶梯政府债券：一个以“安全第一”的有用投资组合

债券梯是一个到期日交错的债券的投资组合。它保证了未来的收入流，并降低了利率改变导致收入突然变化的风险。当每个债券到期时，需要按现行利率水平进行再投资，同时这也体现了债券梯获得的收入面临的不确定性。但是，再投资风险仅仅适用于个别到期的债券梯。因而，它在很大程度上需要判断长期利率变化的时机，从而降低养老金领取者未来收入的不确定性。每年都有到期的债券将需要更多的再投资机会，同时也减低了对任何特定债券再投资条件感到遗憾的可能性。更多的债券发行也使得能够有效管理不同类别的风险敞口。

如果购买了生命年金而不是债券梯（虽然当年金用应纳税储蓄购买时，会出现复杂的税收问题），那么可以避免不得不以低于债券快到期时的现行利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率进行再投资的危险。但是，就许多投资者而言，阶梯的做法比生命年金更具有吸引力，因为它更好地管理了他们的财富，避免了将利率锁定在他们选择购买生命年金时的唯一的长期利率。虽然，债券梯涉及到再投资风险，但是它也提供了再投资机会，即有机会在稍后的日子里以更好的利率进行再投资。

这是对退休收入提供通胀保护的重要因素。如果投资者决定购买固定收益的生命年金而不是投资于一个债券梯，那么在他们的余生任何预期通胀提高都会对他们所有的投资造成影响。不过，如果预期到通胀水平会继续上升，那么债券收益率将会更高，而固定收益债券梯中快到期的债券也将以更高的利率进行再投资。

再投资机会提供了一些通货膨胀补偿因素。这一保护将没有通胀挂钩政府债券提供的保护有效。此外，如果存在通货膨胀的话，再投资于一个传统的快到期的债券往往会提供一个比第一次购买债券时要低的生活水准。然而，对很多投资者来说，债券梯中通胀补偿的部分因素，与其留给投资者的灵活性和选择权，是一个更具吸引力的特性。

但是，任何理智的投资者都不会爬上梯子，除非他们相信每个台阶都能承受住他们的重量。同样的对债券梯而言：当一个养老金领取者的生活水准依赖于债券梯获得的收入时，每个台阶都必须是高质量的。为此，债券梯应该由连续到期的高质量债券构成。

债券梯旨在降低利率风险，并应恰当理解好的和差的波动性之间的差别。这是因为当债券梯的下一个阶梯（债券）到期时，投资者发现更容易将政府债券价格的下降作为获锁定更高收入的机会。但是，如果投资价值下降的一个原因是债券梯中一个阶梯（债券）出现了信用等级的降低，那么结果可能是，至少，导致投资者焦虑直到债券到期。

债券梯，尤其是对谨慎投资者而言，应该由政府债券（包括高质量的市政债券）构成。高质量的较长期公司债券总有信贷质量的恶化风险，而期限较长的政府债券会有显著地风险提高。当构建一个长期的债券梯以获得可高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收入时，最安全的是假设没有诸如蓝筹股、非常安全的公司信用风险之类的东西。例如，新世纪最初的几年里构建的美元公司债券梯可能涉及一些高度评价的金融机构，包括银行和美国国际集团（AIG），其中美国国际集团是一家2008年需要由美国政府营救的保险公司。（见第八章中关于公司信用风险如何随时间演变的相关内容。）希望获得承担信贷风险而带来的更高收益率的投资者应该运用专业的管理方法，投资于信贷风险，并放弃债券梯的理念。投资者可以从最德高望重的固定收益投资组合经理那里看到简单的投资组合（例如，共同基金投资组合）。这将表明，信贷风险可以通过适当的机构进行分散化。债券梯为这类分散化提供了较少的机会。

实际上，构造一个债券梯涉及到一系列选择和权衡，这些权衡是可取的和可用的买进并持有的投资方法之间的权衡。债券梯需要小心构建，考虑到不同发行的税收待遇、信用风险以及使得发行人能尽早偿还债券的买入期权是否存在。

债券梯、税收和信誉：美国市政债券的案例

在任何管辖区内的投资者都需要知道税收规则，这些规则改变了投资买入和卖出的条件。2.6万亿美元的美国市政债券市场对应税投资者来说是有吸引力的，因为市政债券的利息免除联邦收入税以及发行所在州的州和地方税收，而美国国债和政府机构债券的利息需要缴纳联邦收入税（但免除州收入税）。税收待遇上的这种差异使得应税投资者抬高了市政债券相对于类似国债的价格。

经验法则往往被用来比较市政和政府债券，例如比较收益率之间的差异与投资者的税率（由于利息再投资风险以及应税债券利息需要交纳的税收，这种方法显得不准确。解决的办法不是比较收益率，而是比较持有其收益）。然而，一个关键的指标是最高质量的市政债券收益率与具有类似到期时间的美国国债收益率的比率，以及该比率与投资者税率的比较。实际上，有许多

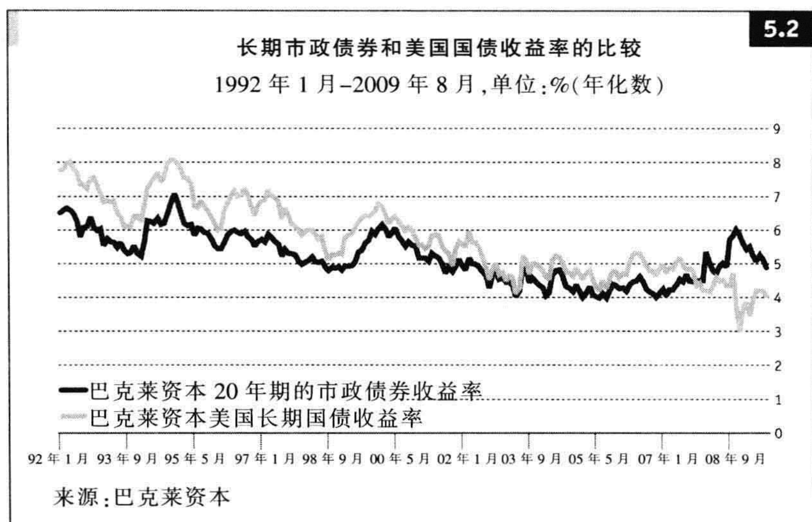
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

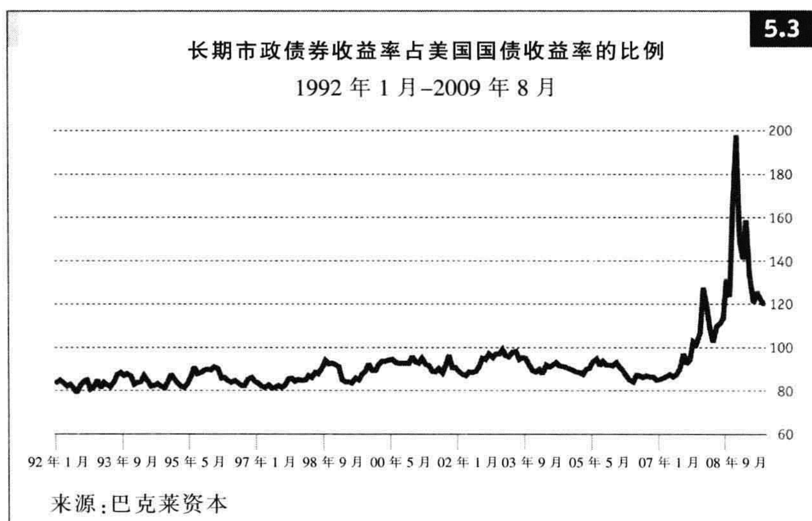
因素需要考虑：

◎市政债券发行是否包括赎回条款，可以使得发行人按面值（或者相对于面值的一个特定溢价）较早地偿还债券。发行人是否选择执行此项权利将取决于这是否会减轻债务利息负担。赎回条款可以削弱债券的作用，而该债券作为旨在确保未来收入的梯子的一部分，因为这债券在适合发行人，而不是投资者的恰当时候会被赎回。赎回条款总是削弱投资者的利益，而为发行人提供了有价值的权利，因此，可赎回债券应该给投资者提供比不可赎回债券更高的收益率。

◎市政债券发行的信誉。因为任何信誉低于美国政府的发行都应该提供一个溢价收益，以达到实现收益与风险的匹配。两类主要的市政债券之间存在着信誉差异：一般责任债券和收益债券。一般责任债券完全以发行人的信用为担保，而且往往以发行人征税能力为保证。想法，收益债券是由具体的项目或者企业偿还，而这些项目和企业都是用债券筹集的资金建立的。如果项目无法产生足够的收入偿还债券，那么债券持有人则没有权利获得发行机关其他来源的收入。信贷紧缩前的几年里，保险公司通常对一般责任债券和高质量的收益债券提供保险。发行人信用等级的降低结束了这一利润丰厚的业务。这导致投资者重新开始关注发行人的信誉。其他高质量的市政债券包括那些最初发行涉及“退还”或抵押的债券，例如美国国债。这些通常是在退还后的第一可赎回日进行支付，尽管一些债券是有与发行的原始到期安排相匹配的抵押品担保的。这被称为“第三方托管至到期的”债券（虽然较早赎回的条款的存在性需要核实）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





◎流动性以及容易在市场上出售债券。对国债来说，这将不是一个问题，但是就许多市政债券发行而言，交易成本可能是相当大的。

这些因素有助于解释为什么市政债券市场往往以较高的收益率进行交易，这一收益率高于仅仅比较美国国债市场和现行的税率水平而得到的预期收益率。这在信贷紧缩时期显得更加突出（见图 5.2 和图 5.3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年—2009 年，美国国债和市政债券收益率之间关系的突然变化是金融市场流动性和质量发生变化的一个方面。市政债券保险的终止产生了重要的作用，但是这样做导致了杠杆投资者被迫在流动性不足的市政债券市场出售债券，而且不断提升对一些市政债券发行者信誉的关注。2008 年加利福尼亚州的瓦列霍市申请破产保护的事件，以及亚拉巴马杰斐逊县因为利率互换中的大量头寸而导致的广为人知的财政损失都强调了这些问题。市政债券市场的信用风险带来的焦虑在 2009 年初随着加利福尼亚州信用等级的降低而升级。

这些因素代表了投资者构建债券梯所面临的挑战，而这些债券梯意在长期为投资者带来可靠的收入。建立债券梯的首选方式是随着时间的推移逐步建立，使其成为投资组合分散化进程的一部分，例如不再通过退休前的收入或者资产出售获得收入，而时不时地购买债券。总会注意到没有获得最好的收益率，但是这不是推迟奠定一个稳定收入的基础的充分理由。构建债券梯的过程中，信用风险可以管理，但是无法避免（除非债券梯中仅仅包括政府债券）。重点放在投资者家乡的市政债券往往是税收有效的，因为这些免除了州以及联邦收入税。但是，诸如佛罗里达州和内华达州之类的州不征收个人所得税，使得他们的市政债券对外州的希望分散发行人风险的投资者非常有吸引力。此外，投资者可以选择支付外州的所得税，以此来跟进一步分散发行人的风险。收益债券提供了另一个分散化的渠道，这使得更安全的“基本收入问题”（通常依赖于效用收益）能获得高的信用等级。收益债券包括几乎没有信用风险的、非常具有吸引力的收益率可能持续的市场定位，因为发行量太小而无法通过大规模的投资而套利，但是可能适合买入并持有的个人投资者。这是一个熟练的谨慎顾问能带来收益的领域。

从历史上看，美国国债和市政债券收益率的差别在更长期限内更显著。因此，市政债券的期限结构往往比美国国债要陡。这是阶梯、买入并持有投资市政债券的方法最具吸引力的方面。在任何情况下，当与类似期限的美国国债的税后收益率相比较时，投资者在接受流动性和信用风险的差异以及任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何可能导致债券提前赎回的条款后，应该考虑他们是否能够接受市政债券提供的收益率。

专栏

奥兰治县的传奇故事：什么是优质的市政债券?

1994 年 12 月，加利福尼亚州的奥兰治县申请破产时后，一个高杠杆的投资组合出现了 17 亿美元的损失，该投资组合通过使用复杂的衍生工具将 76 亿美元的投资转换为 206 亿美元的市场头寸。这一突如其来的消息公布前，本来已有一些证据可以质疑这样一个富裕地区地方当局的信誉。因而，奥兰治县的危机不同于纽约市 20 世纪 70 年代面临的更漫长、易被影响、财政困难的危机，所以揭示了在特定情况下可能会发生在市政债券市场中的风险。

奥兰治县的许多债券都有保险，而且是收益债券，这将会降低投资者持有奥兰治县债券所面临的风险。

经验表明，如果一个国家或者地方当局曾违约，那么投资者持有与特定项目相关的收益债券会比持有由发行人“足够的诚信与信用”所支持的一般责任债券更加安全。不过，一般的规则是：一般责任债券的风险低于未保险的收益债券。

奥兰治县财政的活力随着 1996 年“恢复债券”的成功发行而恢复，该债券允许奥兰治县因破产而退出历史舞台。但是，当担心证券投资中的投资者（他们能够得到充分的债务偿还，不过要经过一段无债务利息支付时期。）时，类似于这样的任何一个插曲都会带来大量的费用。

这样的一段经历使得违约者需要支付更高的借款成本，而且可能也会影响到其他发行人的借款成本与声誉。任何国家都应该尽量采取措施以避免其初级发行政府所带来的长期持久的违约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采取长期战略存在着什么陷阱吗?

无准备的，尤其是无准备的谨慎长期投资者在同意采用长期战略时，往往存在着陷阱。谨慎的长期投资者应该注意到套期保值或者稳定其财富的购买力。这与稳定财富的市场价值有很大的区别。当实际利率提高时，套期保值投资（通胀挂钩的债券）的市场价值将会降低。但是，尽管他们的价格下降了，他们与未来通胀挂钩债券相匹配的能力仍然未改变。最谨慎的长期投资者（他们可以大量投资于长期通胀挂钩政府债券）的套期保值投资组合会作为最佳手段，以最小化实现金融目标时的不确定性。不过，其市场价格可能会波动，而且谨慎的长期投资者需要认识到这一点，同时也要认识到好的与坏的波动性之间的区别。另外，预测利率上升从而债券价格下跌时，可能会诱使一些投资顾问建议卖出最“脆弱”的长期债券，持有现金，并一直等待，直到市场收益率变得比较有吸引力时。这可能会也可能不会被证实为有利可图的建议，但是，很显然的是这样一个举动代表着所承担的风险大幅增加。如果预测是错误的而且事实也如此，那么养老金领取者很可能会被限定在一个较低的收入水平，从而退休的生活水准也较低。如果预测看似可信的话，投资者可以将未来收入的一部分用于进行有风险的投资，但是不能太多。

在写作本书的过程中，美国通胀保值债券市场“最差的”月份应该是2008年10月。根据美国财政部的统计，那个月长期（10年以上）的通胀保值债券收益率提高了0.6%，达到了3.4%，而且这部分市场的巴克莱资本指数显示月业绩为-10.7%。投资者投资于一个由定期现金缴款转变为通胀挂钩债券的养老金计划，这将提高收益率降低价格，如果单独执行的话，那显然是一个好消息，因为它使得每一笔支付都能以较低的价格获得更多的退休金权利。这是好的与坏的波动性之间区别的核心。就继续执行储蓄计划的长期养老金投资者而言，2008年10月实际收益率的提高和债券价格的降低不应该引起谨慎投资的注意，尽管事后他们可能会后悔没有推迟直到提供更高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率时才购买。但是，他们往往会一厢情愿地相信他们也许能够在这样的市场时机获得成功。

让投资者了解这些问题的一个简单而直观的方式是观察长期名义或通胀挂钩债券的利息收入的时间序列信息，而这些利息收入原则上是可以通过投资者总投资组合的市场价值获得。这是受到投资者特别关注的潜在收入流的波动性。

但是，短期和长期模型最重要的特征是谨慎的长期投资者和谨慎的短期投资者在进行策略设计时存在着根本性的区别。这些都不是小的可以忽略不计的差异：稳定投资者的财富产生的收入与谨慎的长期投资者的目标以及稳定财富的价值与谨慎的短期投资者的目标之间存在着本质的区别。

长期养老金储蓄和风险厌恶程度

年轻个人业务

在一个新成立的民营企业里，大部分的价值是未来几年里企业负责人的预期贡献。这同样也适用于那些在财务决策（例如，采取了抵押贷款）中能获得未来可能收益的雇员：未来的收入降低了任何个人面对的财务风险。

第1章考察了评估投资者风险厌恶程度的调查问卷的作用。目前，最常见的直接参与市场投资的方式是借助于固定缴款的（DC）养老金储蓄计划，诸如美国的401（k）计划。根据美国政府的研究，2005年固定缴款（DC）养老金储蓄计划大约有5500万的参与者，他们的总资产在2008年6月底达到了4.3万亿美元。固定缴款（DC）养老金储蓄计划的参与者各自承担投资风险，但是，传统上他们并没有被归为自愿承担这种风险的养老金服务提供者一类，尽管对富有的个人客户进行投资管理时，这种筛选是规范的。相反，这种方法是，对年轻的养老金缴款人来说，所提供的替代投资基金自选组合的默认策略就是投资于股票。这往往是因为股票风险被认为在长期内会降低。

不过，这正在变化，同时导致投资顾问和养老金提供者相应给出一些策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略，这些策略既包括投资者的风险容忍度，又包括他们的金融财富和人力资本或者年轻雇员未来收益所代表的财富之间的看似平衡。然后，这些引起了就年轻雇员而言的高股票占比的投资配置。这逐渐演变为退休金投资中股票与债券的平衡，每个年龄段的谨慎投资者投资更多的债券，而更为激进的投资者则投资更多的股票。

长期策略："不完全信息改变了一切"

在金融学领域，可能想象出那种几乎没什么是确定的情况。实际上，很常见去假设发达国家政府会履行他们的本币义务，而有些怀疑其他大部分的事情。但是，当我们能够精确量化不确定性时，财富规划和风险模拟实验通常会继续。这在程序上很方便，但它也是误导。

我们知道应该预测投资股票的风险溢价，但是不知道有多少溢价。我们知道股票是有风险的，而且一些时候比其他时候风险更大，但是不知道如何准确地模拟他们将具有多大的风险。第 3 章讨论了最近的研究表明，长期内股票并没有通过他们短期波动性简单推断得到的风险那么大。但是，我们不怎么了解波动性将会减小多少，甚至不知道波动性是从多少开始往下降的。如果这听起来不适合于谨慎的投资者，那么它就不应该适合。这仍然将股票作为投资者的风险资产，而政府债券，尤其是通胀挂钩的政府债券则作为低风险的、安全的投资。

均值回归现象的启示在于可以预见好时期在股票及其他风险资产市场的坏时期之后，而且其制定战略的意义仍然是有争议的。至少，过程的"参数"，也就是其发生的程度和时机以及促使以往趋势逆转的促进因素，是不确定的。这应该被视为已获得的智慧在未来数年可能发生变化的诸多科目中的一个。

如果投资者被这个均值回归现象所说服，这将是一个提高股票长期配置的有力观点。反过来，投资者也应该相信能够识别今后一段时间可能会获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个高于平均还是低于平均的股票收益。但是，长期投资者面临的重要问题是相对于他们的避险投资，通常是通胀挂钩政府债券而言，股票会有什么样的业绩。因此，相关的均值回归现象可能是相对于通胀挂钩政府债券而言，较好的然后较差的股票收益的预测形式。到目前为止，这并没有成为研究的重点，部分因为新资产类别仅有较少的记载，部分因为伴随着努力创造综合历史而带来的误差。

如果投资者希望通过战术上改变他们对风险或避险投资的配置来运用均值回归现象，那么他们应该谨慎行事，意识到这样一个策略成功增加价值或者避免损失所需要的时间长度。这些投资者应该考虑拨出部分资金给战术资产配置经理，这类经理的价值取向和时间尺度可能有一个利用均值回归现象的好机会。但是，只要经理要坚持他的或她的投资理念，那么他们应该也要准备着耐心等待。对许多投资者来说，这种坚持是一项艰巨的任务，尤其是当他们肯定其他人会试图说服他们：有说服力的证据表明他们的坚持是固执的，而且这些证据已经说服了其他大部分的人顺应最近市场的发展。坚持在面对不确定性的时候很难保持。

市场时机：无法避免的风险

不管采取了什么战略，时常有投资者可能会被说服，需要改变投资方向。但是，改变策略的过程对投资者来说充满了风险。往往不怎么存在可行的如何决定什么时候投资的建议。对大机构投资者来说，一旦投资者决定了什么时候改变决策，投资经理和顾问提供了大量的关于如何对糟糕结果进行保险和如何管理交易成本的建议。但是，投资顾问回答关键问题：“什么时候?”几乎得不到什么好处。不过，对所有投资者来说，这是管理投资的关键问题。

实施战略改变包括无法回避的市场时机。你知道你必须从 A 变到 B，但是如何去改变，尤其是什么时候改变就需要判断市场时机了。这必须得考虑到你的看法：你的投资风险形式并不是你想要的（这也是为什么你想改变策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略）。

需要遵循的一个简单规则是，如果投资者认为其风险形式过于激进，那么他们应该立即采用一个新的、更加谨慎的策略，可能只有少许的时间用于预测市场走势，但是没有太多信心认为这会增加很多价值。这类投资者不应该在对短期市场预期存在表面上的信心时延长他们风险形式不合适的时期。这很容易说，也许更容易在一个机构投资者而不是个人或家庭中使用。这是因为关于风险厌恶程度的讨论很少与家庭讨论中的市场前景观点相脱离。

然而，对所有的投资者来说，关键市场时机决策是一个不争的事实。自从个人和企业环境变化后，大多数投资者的长期投资决策和投资风险容忍度改变了，而且还将继续改变，不过是在离“长期”还很远的时候。这些改变将涉及多大程度和什么时候如何调整长期战略的决策。在每四年或五年之内，对任何投资者来说都有一个经济状况将导致决策改变或调整的重要机会。可能不适用于这一点的投资者类别是资源充足的“永久”禀赋（诸如一些大学基金会），这将是一个明确的已阐述且已接受的战略风险管理方法。

战略的调整涉及到对市场的看法，通常情况下还包括对显著程度的遗憾风险的看法。正如第 2 章解释的，这将包括两种不同的情绪：

◎结果风险。这是在做出一个良好的合理变化（例如，减少了过多的风险）后感觉遗憾的可能性。根据事后收益发现，所进行改变的时点让人觉得遗憾，因为不如在更晚的时点改变获得的收益多。

◎“自责”风险。这可能出现在当虽然分析出并意识到了，但不恰当的冒险行为仍然没有尽快得到充分纠正。市场时机往往也涉及到风险，这就是为什么要时刻关注，而且要特别关注由于市场风险所导致投资者产生大量金钱和情感成本的后果。

真正的问题不在于无法巧妙地或有利地抓住市场时机：它是可以的。有一些擅长抓住市场时机的投资经理就证明了这个问题。但是，这些记录没有通过一次性“赌牧场”的关于纠正不恰当风险形式的时机的决定建立起来。他们精心管理，并在一定限度内，进行分散化。改变策略是不同的。通常无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法分散化投资决定，也无法给出从纠正已察觉的市场异常获得利益的重要时间。没有好的投资经理希望他们理解市场的能力被用来与无情的基准进行比较。

人们常常认为，如果投资者需要改变策略时，分阶段实施从一个资产类别到另一个的投资策略的改变是最好的进行方式。运用这种方法，投资者可能感觉更好，因为平均而言，分为几个阶段执行的改变避免了已经选定了一个特定的不利日期来执行改变的而带来的事后风险。但是，赞成立即执行改变的有力理由是已经发现目前的投资策略不恰当，那么任何延误都将导致不必要的冒险。当有必要做出这样的决策时，往往有为什么目前不是采取行动最佳的时机的理由。不过，管理投资是一个风险业务，而且决策往往既不易取得也不方便，还必须要做市场呼吁。如果一个投资者的风险形式被认为是不恰当的，那么等待直到不利的市场环境强调过去被认为是不恰当的风险形式，然后担心如何执行策略中的改变都是错误的。

一些“简单持有”策略得出的信息

本章所描述的该模型配置得到了简化，而且通常还需要调整以适应个人投资者的需要以及市场环境。相对于短期程式化模型而言，长期模型配置适当的额外资产用于投资股票，这将看作是长期视野提供的一定程度的额外灵活性。但是，这可能不适合于所有的长期投资者。用做例子的长期模型没有考虑随着时间的推移投资者需要怎样作出决定，也没有考虑诸如第 4 章中所提到的：那样不同市场中他们的环境以及风险和机会如何改变。但是，如果可得的投资仅仅包括现金、国内传统政府债券、国内通胀挂钩债券以及股票，他们给出了策略可能会是什么样的？在许多情况下，恰当的“简单持有”策略，仅仅包括了这些投资类别，可以构成出来以满足投资者的金融需求。

在实践中，大多数投资者将花更多的时间去关注执行的细节，其中包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对“简单持有”方法的偏离。多少应该投资于对冲基金？寻找到合适的投资经理是否不如寻找到合适的对冲基金策略更重要？确定价值股会有较好的业绩成长？高收益风险太大？那么新兴市场又怎么样等等。

尽管很多投资者将大多数时间花在了这些问题上，但是最重要的是债务或支出计划受到套期保值的程度。在农民生活的例子中，要考虑的问题就是：明年的粮食需求有多少得到保障了，而且什么是短缺风险的范围以及不匹配导致的生产过剩的可能性？“简单持有”框架足以解决这些根本问题。那些被认为是更令人兴奋的关于不同资产类别的信息将在本书的第二部分进行介绍。

专栏

出现坏结果的机率可能比你想象的要高

对短期投资者而言，什么是“坏结果”或者“可接受的最低收益率(MAR)”？一个谨慎的短期投资者将会比激进的投资者具有更小的短期损失厌恶程度。对于消极的短期投资者而言，本章任意假定任何特定年份里低于-5%的负收益的衡量风险不会高于1/20。这是目标可接受的最低收益率(MAR)。对中等风险的短期投资者来说，假定可接受的最低收益率（MAR)为-10%，而对激进的短期投资者而言，就假定为-15%。原则上，可以选择任何数字，但是不管是什么，在某些特定的年份，计算的违约概率可能仅仅为1/20。但是，例如，在五年里，至少五年中一年的参考违约概率将会高于五分之一。最有可能的是，如果投资者的投资组合每年不只被监控一次，而可能是每月底一次，那么根据滚动的12个月期限测算的至少违约一次的概率将会更接近于50%。(请注意，可接受的最低收益率（MAR）的概率代表结果逊于某特定年份的指定参数的几率。）这些事情发生了，而且并不令人奇怪，即便你认为1/20的风险是一个很微小的风险。投资顾问所面对的真正的问题是，投资者可能会认为这样一个糟糕的结果不可能会发生，这就需要重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视对投资者进行教育的特殊职责。

表 5.5 从历史的角度来看，仅仅投资于股票、债券和现金（国库券）的模拟的短期投资策略，1900 年—2008 年

	消极的策略	适中的策略	积极的策略	国库券	长期政府债券	美国股票
资产配置						
股票	20	50	75	0	0	100
债券[a]	20	50	25	0	100	0
国库券[a]	60	0	0	100	0	0
1900 年 11 月 – 2008 年 12 月的业绩（%（年化数））[b]	5.8	8.3	9.7	4.0	5.5	11.2
历史波动性	48	11.1	15.3	2.8	8.3	20.2
“在险价值”（在任何一年里，获得这一收益 1/20 的概率，或者更差）[c]						
	–1.9	–8.9	–13.5	0.0	–7.9	–18.7
利用巴克莱资本与摩根士丹利月数据得到的自 1991 年以来的极端结果						
最差的 12 个月的结果	–7.4	–20.3	–32.5	0.9	–11.8	–43.5
最好的 12 个月的结果	16.8	34.1	42.1	6.5	30.9	52.1

a. 对债券久期基准敏感的短期投资者，在债券和现金之间的指示性配置
b. 几何平均
c. 见相关内容关于更常发生糟糕收益的风险的描述
来源：源自迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和斯汤顿（Staunton）的研究数据、巴克莱资本以及摩根士丹利的基础数据

选定这些损失的厌恶程度，理论上我们就能设计出短期模型战略，在给定指导方针下提供最好的财富创造前景。这将是各风险水平的短期投资者常规的最佳有效投资组合。有效投资组合给出了预期风险和预期收益之间的最可能的权衡。对任何给定的风险水平，理论上，都仅存在一个最佳投资组合。不可能在风险没有增加的情况下得到更高的预期收益，而且在更高的风险水平下追求同样的收益也是缺乏效率的。实际上，第 3 章中讨论的不确定性表明如果我们无法准确地模拟不确定性的，那这就没用。我们可以预期，一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特定的结果是不可能发生的，但是往往不知道在任何精度下，这个结果都是不可能的。

表 5.6 从未来的角度来看，仅仅投资于股票、债券和现金（国库券）的模拟的短期投资策略

	消极的策略“资本保护”	适中的策略	积极的策略	国库券	长期政府债券	美国股票
资产配置						
股票	20	50	75	0	0	100
债券[a]	20	50	25	0	100	0
国库券[a]	60	0	0	100	0	0
预期收益[b]	4.2	6.0	7.0	3.0	4.0	8.0
自 1900 年以来的历史波动性	4.8	11.1	15.3	2.8	8.3	20.2
“在险价值”（在任何一年里，获得这一收益 1/20 的概率，或者更差）[c]						
以“预期关系”为基础	-3.2	-10.3	-15.5	0.0	-9.4	-21.8

a 对债券久期基准敏感的短期投资者，在债券和现金之间的指示性配置
b 见预期收益推导的相关内容
c 见关于更常发生糟糕收益的风险描述的相关内容
来源：作者的计算

这些表明可接受的最低收益率（MAR）风险的数据可以作为许多有较大差异的策略依据，而且其意图是管理策略已达到一个低于可接受的最低收益率（MAR）所显示的风险水平。考虑表 5.5 给出的三个作为举例的短期策略，他们仅仅使用了股票、债券和国库券，对股票进行的程式化配置从 20% 到 50%，再到 75%。对无股票投资进行的配置被分为十年以上的美国国债和国库券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

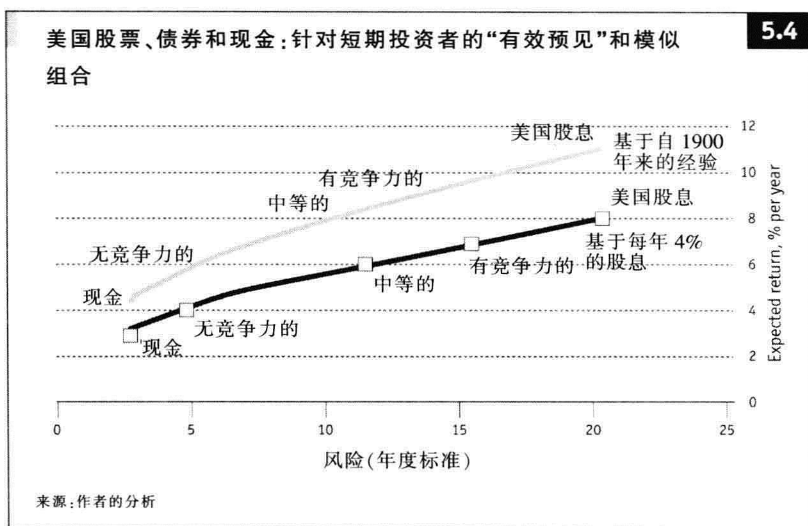


表 5.5 给出了以市场指数的历史业绩为基础的每个策略在所有费用和支出前的平均收益，这些业绩是在 1900 年以来，借助于迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和斯汤顿（Staunton）的数据得到的。它还提供了以历史关系为基础的糟糕年份预计的收益排序。例如，适中的策略显示 –8.9% 的或者更差的收益预计每年发生的概率不会超过 1/20。对利用自 1991 年以来的月数据得到的结果进行事后检验，表明更大的负收益出现在了最近几年的“适中”策略中，而且如果一直使用一个买进并持有的策略，市场指数则显示到 2009 年 2 月的 12 个月里得到了 20.3% 的负收益。

这说明，实际经验可能会比过去对整体收益和波动性的平均统计所显示的结果要差得多。常规使用的模拟试验提供了一个更加令人欣慰的数据。这些遇到了严重的困难，例如，股票市场波动性保持在一个平均水平。它并不像 2008 年证实的那样，最真实的时候也是最糟糕的消息出现时。更具体地说，风险数据遭到破坏，主要是因为出现极端收益的“让人吃惊的”频率、市场趋势或势头以及面临压力时不同市场间的“正常”关系将难以维持的事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.6 用未来统计替换了历史统计，而未来统计是以源自第 3 章的标准假设为基础的。预期收益是指十年期的政府债券收益率，也就是 4.0%。（预计国库券的收益率为 1%，低于十年期债券；而预计股票获得一个算术平均值为 4% 的高于十年期债券的收益率。相关性和波动性是使用自 1900 年以来的数据进行估计的。）

图 5.4 中较低的那条线给出了大多数金融专家预测的金融财富较缓慢的未来积累速度，而较高的曲线给出了自 1900 年以来的平均业绩。这些差异对实现直接目标的可能性产生了重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

Part Ⅱ

实施更加复杂的战略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章 准备工作

有益的提醒：流动性风险

前面章节中提到的“保持简单”的战略应该同时兼具流动性和简洁性。通常情况下，投资策略越复杂，其包含的流动性危险就越多。流动性是我们日常使用的管理投资的现成的风险模型未能够捕获的一种维度的风险。这是因为很难将这种风险纳入模型中，而并不是说它不重要。丹·博尔吉（Dan Borge），之前效力于美国信孚银行的首席风险管理师，将缺乏流动性描述为“最危险同时最难理解的金融风险”。

从 2007 年—2009 年的信用危机中学习到的一课是我们需要一种流动性的管理政策。当投资者努力对先前的流动性市场中的交易变得异常的贵，而缺乏流动性的备选投资组合产生更少的现金，同时对于已经同意的投资者做出承诺这样一种情况做出反应时，这一点就变得很明显了。在某些情况下，现金为满足外汇套期的支付而被迫缩水。在这样一种背景之下，对于投资者来说保持流动性资产和非流动性资产的平衡就显得异常重要，如果这样的话，我们可以卖掉流动性资产来筹集资金；同样，当尘埃落定后，投资者应该对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性和非流动性资产的投资分配上有一个明确的策略。

流动性市场给予投资者买卖投资组合的权利，投资者可以在任何时间花费合适的交易费用以市场价格对投资组合进行买卖，而非流动性市场就没有给予投资者这样一种权利。正如任何一种权利一样，这种权利是很有价值的，尽管一些投资者更看重这样一种权利。另外，投资者赋予这种权利的价值也会随着时间不同而不同。看重流动性的投资者在投资非流动性资产时需要一种收益的保险费率。因此，对于完全相同的流动性资产和非流动性资产，投资者将会对非流动性资产支付更少。

流动性投资是短期投资者的自然选择，甚至对于激进型的短期投资者也是如此。这是因为他们需要在短时间的注意中意识到投资（这也是为什么他们是短期投资者）。长期投资者能够更好的适应非流动性，并且通过技巧或者运气从中获利。

一种投资的流动性会随着持有比例的不同而不同。通常能够以其公布价格或者接近公布价格买卖最后一单位的报价投资。但是，持有大笔投资资金则可以代表可利用的抵押品的证券户的显著的一部分。任何希望建立或者实现这样一种所持股份份额的人都需要技巧和时间，同时还需要管理好对交易价格产生相反作用的市场影响。这些情况中，大型投资者通过对流动性资产的需求和对市场流动性资产的供给可以从中获得相当的收益，当然也可能损失惨重。对于大型投资者来说，在许多市场中流动性最好不过是一种幻想，因为公布的价格为可实现的交易提供了一个可靠的价格指导，而这些交易仅仅占据大型投资者持有的个人股票中的很小一部分。这也意味着大多数短期的真正有一个短期目光的投资者必须在他们的投资中保持很高比例的流动性资产。

此次的信用危机已经表明一些通常情况下流动性较高的市场可以在短时间内变得不具有流动。当希望卖出时，也就是说想要或者为流动性支付时，你需要被迫延迟交易同时接受希望避免的风险，或者你不得不损失一定的价格而这并不是所希望得到的。如果大型投资者在短期内在市场中释放或者建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立大量头寸的企图被其他人知道了，那么大型投资者将会成为市场中其他参与者掠夺性行为的受害者。在这些情况下，市场从来没有善意的行为。

然而可变的流动性既是一种风险也是一个机会。对短期投资者的另外一种定义是，他们会在短时间内要求流动性。短期投资者需要检查并且限制他们对市场中投资组合的分配情况，这些投资组合可能受制于流动性显著的变化，因为在这些市场中，流动性资产的价格能够在短期内变得异常的高。这对于实现短期内的金融目标是一个很明显的威胁。

只要长期投资者能够雇佣到擅长卖出流动性的专业交易员，他们就可以从流动性的变化中获益。尽管通常情况下，最佳结果将会经受住流动性危机同时不需要接受在流动性资产最贵的时候买它的惩罚时期。

这些原则不仅仅是在危机的某些时候适用。在交易不同交易所的交易柜台的普通股交易费用的差异，反应出资金管理者或者交易者是否需要或者为立刻执行权力付出额外的费用，这些产生了他们的执行花费，又或者他们是否愿意延迟时间，这些等待可能会错失立刻执行的潜在优势。如果他们这样做了，他们就能够等到提供给他们流动性，而不是他们需求流动性的机会。实际中，投资者从提供流动性中获得支付，而需要为流动性需求支付。看重普通股的管理者经常以他们能够提供流动性而不是需求流动性为荣。而对于动量管理者情况则正好相反，因为他们将会从市场的趋势中获益。

有一个明晰的投资哲学和规则的长期经历人，他们在规定的时间内拥有资产分配的灵活性，那么他们能够利用偶然极端的价格支付来换取流动性。但是对于犹豫不决的人，著名评论员认为未来预期不容乐观的评论和那些似乎并不贵，最好不过是价格可观的事实将使他们变得更加犹豫。对于“自然的选择”，那些有好运气（或者有远见，或者二者兼具）的私人投资者拥有重要资源能够在危机中等待投资机会，这些事件为获得一大笔财富打下基础提供了一个毕生难得的好机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

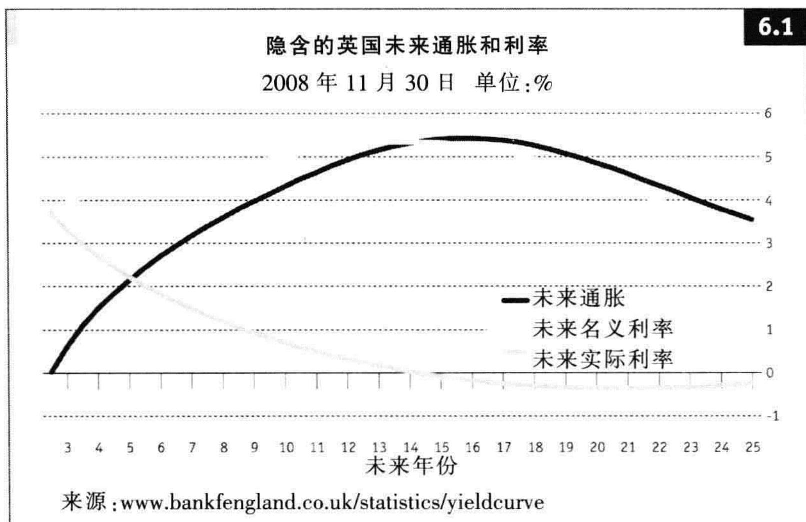
行为金融，市场效率和套利机会

非流动性表明了市场流动性的破坏。所有对于市场效率的讨论都将从强调一个广泛传播的异端邪说开始，一种被 Robert Shiller 描述为经济学观点史中最显著的错误。这个观点认为，市场非有效性的存在已经足够使技术好的管理者从中获益。但是这个观点是错误的。这并不是表明仅仅因为市场的非有效性，技术好的投资者就可以简单的从中获益，因为其实很难从非有效套利。然而相反的原理却是适用的：如果市场是有效的，那么熟练的投资者从中获利的空间将会非常有限。拇指原则表明，如果市场中存在的异常很容易被发现，那么对安全的结论就是我们将很难从这些异常情况中获利。市场可能是非有效的，但是这并不意味着这里面为投资者提供了免费的午餐。

为了说明这一点，考虑在图 6.1 中展示的一个明显的套利机会。（第 9 章也会讨论套保基金套利和保值的作用和含义）2008 年 11 月英国名义和通胀关联的政府债券的远期收益曲线表明了在 2008 年晚期，也就是雷曼兄弟倒闭不久时英国债券价格中隐含的名义和实际利率以及通胀率的模式。这些在一年的远期利率和通胀率中有所展示，并且延伸到未来的 25 年当中。（这种通货膨胀率是一种“收支平衡”的通胀率。）通胀暗含的路径其实非常的明显。这种路径表明了截止 2024 年超过 5% 的比率以及在 2034 年降至 3.5%。我们并没有明显的理由能够期望未来也是这样一种模式以及这种模型能够部分的反映通胀率的循环和由雷曼兄弟的养老基金客户建立的利率互换。这种异常反映了一种极端情况，但这并不是唯一的一种情况。

理论上，政府债券投资者有明显的机会能够利用并且修正这种异常。英国政府债券市场中已经出现了异常收益模式，这是因为市场的干扰（伴随着雷曼兄弟的倒闭），保险公司和养老基金需要减少他们资产和负债不协调的强制压力以及偶尔政府当局的干扰。但是对于这种异常的投资的重要特点就是他们很难被利用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



套利的障碍

另一个被广泛引用的明显的套利机会是历史原因存在的皇家荷兰的股价（主要在阿姆斯特丹和纽约交易）和贝壳运输交易的股价之间的显著差异（主要在伦敦交易）。两个公司的股价都给相同公司严格的可比较的所有权，但是比起贝壳运输和交易公司，荷兰皇家在历史上有35%折价出售同时有15%溢价出售的。

贝壳股价的异常并没有提供给投资者一个获利的机会，因为这种异常可能会变得更坏。直到2004年末，当贝壳公司宣布这两种股价将在2005年合并时，这种状况才得以解决。公司的宣言在特定的时间为有意的出口提供了一些保障。通常情况下对于这种能够觉察到的异常不会有这种出口策略，这也解释了为什么这种异常能够长久存在。

这种异常能够持续的关键在于阻止套利，这能够阻止将非理性定价理解为容易的套利机会这样一种情况的发生。这些障碍大体上可以分为三种类型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本性风险和套利

第一种障碍是一种常见的危险（没有展现在贝壳的例子中），这种基础性的风险能够削弱任何企图从异常中的套利。一个例子可以是在一个产业中，有一个公司被认为是贵的，同时一个类似的公司有一个更合理的定价。一个套保基金的经理就会卖出前者而买进后者，但是他们头寸的规模是非常有限的，因为套利者知道位于起到的时间可能引起贵的股票升值同时便宜的股票，这将对双边的套保造成损失。

曾经发现过一幅明显说明货物套保最终造成双边损失的图片说明。在2005 年 5 月，一名美国的亿万富翁投资者宣布他将增持他的通用股票的企图，几乎同时标准普尔将通用和福特的投资级别降至了次投资级别，同时价格也降低了。问题在于许多套保基金认为他们用通用的普通股（他们已经卖出的）与通用的债务（他们认为便宜，因此买入的）进行套保。结果是许多套保基金在双边都遭受了严重的损失，而最终价格意外地向着相反的方向变动。

在 2008 年 10 月有另外一个汽车的例子，当保时捷拥有大众的有效股权远比市场所意识到的多时，许多套保基金都认为大众的股价被高估了（比如说，比起大众的参考价），并且他们“缩短”了普通股。这样做的结果是当套保基金企图通过买入普通股保住他们的头寸时，大众的普通股被压缩了，最终导致的结果简单来说，就是大众成为世界上最有价值的公司（通过资产证券化）。套保基金严重损失，同时保时捷在短时间内获得巨大的财富。

这两个例子阐明了大多数套保基金策略的特征：他们通常提供一个具有吸引力的现金流，但同时也伴随着偶然巨大的风险（见第 9 章）。从这个例子中可以学到的最简单的教训就是确定套保是一个好的套保，同时必须对投入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少资金来利用一个明显的异常相当谨慎。而更为实质性的教训就是即便是最棒的套保也可能失败，这种风险为套利头寸的规模加以了一定的限制，而这可以用来修正市场的异常。

用资金进行套利时，投资者必须考虑这种套利头寸的时间范围。在 20 世纪 90 年代，一个套保基金正确地鉴别比起所谓的旧经济，股票市场中新经济部门（技术、媒体、电子通信）是被高估的，在“新经济”股价的崩溃证实对它的分析之前，这些旧经济部门可以很容易就破产了。这也表明了一些需要通过不确定性的边缘来鉴别的市场中的异常，可能需要一段长的时间，投资者最佳的方案使用长期的投资基金，而非套保基金进行投资。一个明显的例子是在 92 页的图 6. 1 中展示的政府债券市场中的异常。对于一个套保基金来说，长期和短期工作的平衡不能够支持大量长期的头寸，这种平衡需要每天向市场报告收益和损失。这说明套保基金并不是理想的适用于修正市场中定价的异常。

羊群效应和套利

事实上，套保基金在短期内可能会恶化市场中的异常。套利的第二种障碍是“噪音交易者风险”通过讲一个明显的异常变得更加极端可能削弱那些套期的努力。一个套保基金或者任何短期的投机者都明白，那些按照过去形式操作的投资者比那些进行相反操作的投资者更可能跟随并且加剧市场中的异常。这是对“博傻”理论的一种应用，也就是说对于获利的信心通过在以后以更高价格将那些“热门”的高估的投资出售给一个更傻的人。一些研究记载了在达康泡沫中一些套保基金成功的追求这样一种行为。另一些市场专家对 18 世纪 20 年代南海泡沫的研究发现了相似的有利可入的投资行为的证据。

这些投资模型将会恶化非理性的市场趋势。这种恶化异常的行为成功的关键在于操作者有能力比别人更快的辨别出，并且对那些可能造成一种投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泡沫破裂的大灾难的事件做出回应。这就好像一种跳出策略，当你知道大厅的音乐即将结束时在门口跳舞。平均上这是对所有投资者注定的一种策略，对自己聪敏的希望却促使投资者继续停留并且在派对进行时享受派对。很少一部分经常能够及时出来，这要归功于技巧和运气。随机的运气因素经常被忽视了，这让那些幸运的人认为自己拥有了下一次赢得游戏的技术。一个可以预料的结果便是市场修正异常的过程将被减弱，在一段时间内将会变得不有效。

这种情况下，使用一种非中立的投资头寸与一些显著的异常打赌可能变得非常危险。异常可能持续很长时间，反映出短期套利者（比如说套保基金）没有办法消除这样一种错误的定价。

人群引领价格偏离其潜在价值的行为需要一种有时被称作“噪音交易者”的特殊的集体角色。这需要一个广泛的解释，因为这并不仅仅包含了无知投资者的行为。正如那些试图利用消息不灵通的人群的动量趋势的专业交易者一样，同样也存在着一些专业的交易者，他们被迫执行一些他们充满怀疑的投资决定。这些投资应该被看作是在制造“噪音”，在某种程度上对于这样一种基础的投资很少有正当的理由。在非流动性市场可能会出现卖出的压力，因为当投资机会对于投资经理似乎最棒的时候，终端投资者对于策略的信心将会被削弱。

在偶然情况下，“噪音”也可能源于虚假对“谨慎”监管的定义。然而，更为一般的情况可能是同伴投资者压力的影响在投资者中产生的羊群效应。这可能单纯的是一种商业风险的管理，一个资金管理公司确定它面临的最大的风险是将自己与其他的公司区分开。或者可能通过强加一些正式或者非正式的规则，这些规则命令公司于市场或者投资基金经营的投资者们（这通常被称作相对风险和记录误差）的微小差异。当基金或者管理者的评估是相对于一个指数或者竞争者的，这种压力将会显现出来。

羊群智力可能被合法的追溯到“谨慎人”准则所巩固，这是一个许多国家评价信托中受托人行文合理性的准则。1974 年美国颁布的雇员退休收入保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

障法案定义一个信托的责任为使用“关心，技巧，谨慎和勤奋战胜拥有相似能力和熟悉这些事情的，对有相似特征的，有相似目标的公司拥有控制权的谨慎的人”。

这如希勒（Shiller）指出的，这样一个定义检验了一个信托决定的合理性，而不是与同类人的行为进行比较这样一种标准。也就是说：

> 谨慎人标准适用于那些做出我们认为合理的行为。最终，这一准则必须参考传统的智慧。

我们并不清楚应该如何提高这一标准，但是一个不可避免的结果使它证明了人群行为的合理性。因此，这一标准的影响更有可能是加强而非修正市场中的错误定价的趋势。当尽力控制他们与市场和其他与他们有完全相同行为的合理投资者的不同时，这种标准将会鼓励交易跟随并且支持市场的趋势。在过去，养老基金对这一压力的反映被比作马戏团中的一群大象，一个跟着一个用鼻子和尾巴相连接围成一个圆圈。受托者适当地将他们自己和那些可以的基金进行比较。对于私人财富则有更多的灵活性，这同时带来了更多的机会和更多的风险。

实施成本、市场发展和套利

套利活动第三个潜在的障碍是“实施成本”过高。通常，套利需要卖空一个投资。为了做到这一点，对冲基金需要从其他投资者手中借入股票，然后提供给要购买它的投资者。这项工作在教科书中和流动性较好的市场都显得很容易。在流动性较差的市场，它将是一个噩梦。这是因为这是一个受威胁投资头寸的行政干预影响的过程。例如，如果股票借出者希望收回股票，那么对冲基金的经纪人需要找到另一个投资者，然后从他那边借入股票。如果无法进行，那么对冲基金管理者将不得不在异常现象更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正（甚至更差的情况，即异常已经变得更加难以纠正时）前购回股票。

在2008年，客户销售，废除借款条件和规则变化（诸如卖空限制）可能会一起加剧而不是更正市场异常。危机时期，流动性压力会迫使对冲基金过早对冲轧平头寸，从而加剧了他们试图套利而带来的特有异常。1998年发生的长期资本管理危机（见第9章）提供了更早更生动的现实证明，基金不可能总是维持较大的打算，长期持有头寸。

这些影响意味着没有必然趋势显示市场会逐步变得更加有效率。市场流动性的周期表明市场效率本身也是有周期性的。然而，远离异常进行套利的动力在任何市场中都永远是一个强大的力量。如果特殊的市场安排有碍于效率，那么你肯定会有很大的动力去消除这种障碍，因为会获得套利利润。今天套利存在的障碍可能在明天就不存在了，因为机构和市场安排及工具都在更新以克服这种障碍，寻找获利的机会。明天将会有其他的异常，原来出现过的异常可能还会再出现，但是将是一个极大地错误去低估哈佛商学院的约翰和纳蒂麦克阿瑟大学教授罗伯特·默顿（Robert Merton）以及兹维·博迪（Zvi Bodie）所谓的“金融创新螺旋”，其消除了异常和低效率。

机构财富和个人财富：税收

个人和机构财富管理之间三个主要的区别：

◎税收在个人财富中所起的作用；

◎机构财富管理中受托人委员会的作用；

◎家庭财富的灵活消费目标与机构财富的确切消费目标之间的对比。

但是，这些仅仅是概括性的说法。并非所有的个人财富都需要纳税，也并非所有的机构财富都能免税。投资委员会成立起来既管理个人财富又管理机构财富。一些机构也有灵活的目标，而家庭慈善基金会有基本确定的用途，标志着个人财富也成为了机构的，具备机构财富的特性了。不过，广泛的概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括仍然是有效的，而且更进一步的观察显示个人财富代表的金额通常会远远地小于机构投资基金所代表的金额。

一些投资顾问为投资策略提供了影响深远的建议以适应税收结构。实际上，通过税收工具所获得的收益是不太大的。投资者应该认识到，给定同样的事实，可能会出现相互冲突的建议。尽管如此，很多事情已经能够明了了。第一，税收机关一般都了解公司和个人的收入情况，而且知道许多股票分析师所建议的低税收支付往往是低收入的表象。因此，对许多应税投资者而言，最大限度地减少总税收账单金额是没有多大意义的。而有意义的是在给定的风险厌恶程度情况下，尝试去最大化税后收入，即便它意味着需要交更多的税。任何税收管理计划应该从这个角度进行评估：如果不是为了提高税后收入，而且在允许的税后咨询费用和引入提议所带来的任何特殊的风险因素之后的收入，那么这一税收计划也就没必要去执行了。如果它与甚至更多的收入相关，那么就值得支付更多的税。

但是，税收并没有在限制个人财富增加方面产生巨大的作用。表 6.1 表明其现在影响。不过，总投资收入包括收入和资本利得要缴纳 40% 的税收的话就显得有些异常地高了。

事实比这要复杂得多。表 6.1 假设资本利得和收入以同样的税率纳税，而事实不是这样的。它还假设每只股票都有相同的收益，而且忽略了所有的税后补贴，而税收补贴可能会将标题（较高的）税率降至一个较低的有效率的水平。但是，简化后的情况仍然是正确的，收入和资本利得税严重地影响了个人财富积累率和风险溢价。实际上，承担风险所带来的影响会随着所得税对低风险资产（债券和国库券）的影响以及资本利得税对股票的影响的变化而变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.1 税收对应税投资收益和财富积累的影响

总税率	0	20	40
预期收益（%（年化数））			
股票	8	6.4	4.8
债券	4	3.2	2.4
10 年前的 100 美元变为			
股票	$216	$186	$160
债券	$148	$137	$127
10 年前的 100 美元变为（假定今天价格水平中存在每年 2% 的通货膨胀 a）			
股票	$179	$154	$132
债券	$122	$113	$104
20 年前的 100 美元变为（假定今天价格水平中存在每年 2% 的通货膨胀 a）			
股票	$321	$237	$174
债券	$149	$127	$108

a 假定实际收益等于预期收益，而且税率适用于无补贴无避税的年总收益。

个人纳税者有税收递延账户（例如，退休金账户，会累积税收费用，但是不会作为纳税收入），也有应纳税账户，而且根据所在管辖区相关规定，投资者可能有一些免税账户（投资者能够收回资金但是不会产生税务罚款的账户）。投资策略和财富管理应该考虑到不同账户有不同的税收待遇。这以评估为满足未来目标的财富充足性作为开端。例如，税收递延储蓄账户中的一美元价值不到免税账户中的一美元。同时，投资策略需要考虑投资者在每个不同账户或“场所”中的财富总额，而且投资配置到不同的场所需要注意到不同类型投资所带来的税收影响的不同。

当考虑未来股票收益的不确定性时，需要牢记承担风险所带来的纳税影响。但是，未来税率和补贴也具有不确定性。这需要认识到今天税收规则的细节对投资者应税投资的中期和长期投资策略的影响程度。如果有疑问，那么就简单持有（但是需要咨询）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一个应税投资者而言，投资策略不会从白纸开始。每当投资者改变投资经理或顾问时，往往会存在着传统的税务状况。这可能会影响到：

◎在不同投资管理风格之间的选择；

◎是否减少或者增加理财经理；

◎投资所需要的平均持有期；

◎是否对低周转账户存在偏见（虽然周转率和税收之间的关系没那么简单）；

◎是否对涉及“顶切”所有头寸以重新平衡或执行资产配置决策的策略存在偏见。

投资者应该考虑重新选择理财经理是否会产生不必要的税收义务。例如，股票会被重新分类为“小盘股”、“大盘股”和“中盘股”，或者是价值股和成长股。“全盘股”适用的策略，也就是理财经理可以在整个股票市场选择股票，可能有利于应税投资者，尽管不应该做这样的假设。

在美国，个人理财经理往往会提供涉及税收的管理服务。他们将一定程度的一致性和严格性引入到了本来只是一个判断的过程中。他们的服务通常是模型驱动的，会帮助管理选用一个投资经理所带来的税收后果，还会在一个投资组合同时存在资本利得和资本损失时，帮助获得所谓的税收流失补偿。这些方法最近的进展中包括对投资组合风险和税收义务两方面的管理。

为了解决这些问题，应税投资者应该咨询精通税务的投资顾问（他可能会更好地给出最大化税后投资收益的策略）及税收专家（他可能偏向于最小化税收支付）。但是，面对这些税收建议，投资者应该保持他们对税收待遇及投资策略的大体看法。如果投资者的储蓄和财富分别用作不同目的、面临不同风险以及存在应纳税和税务优惠账户组合时，这一点尤为重要。最后，延长任何过度投资风险（比如集中的股票头寸）之后一定要谨慎，仅仅是因为减持代表大部分资本利得的头寸会引起税赋的变化。但总的说来，获得要纳税的收益总比没有获得收益要好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 股票

个人投资组合中集中的股票头寸

到此为止的分析假设任何股票暴露反映了股票市场的风险特征。尽管，某种程度上的集中持股通常增加了承担的风险。从历史上看，这是美国固定缴款（DC）养老金计划——通常是持有雇主股票不平衡头寸的401（k）计划方面一个重要的问题，而雇主股票有时候是合格投资名单上可用的唯一个人证券（不是基金）。安然公司（2001年发生了破产）的固定缴款养老金计划参与者们遭受金融损失之后，上交美国国会的一份报告表明所调查的主要固定缴款养老金计划的38%的资产都投资于公司股票，而这些公司都雇佣了固定缴款计划的参与者。在随后的几年，这份额似乎明显下降。这一趋势因诉讼威胁（由于把股东利益置于这些计划参与者之前）和2006年《养老金保护法案》（Pension Protection Act）带来的改变而增强。这些鼓励通过推进分散化违约投资计划和责成计划以提醒参与者注意集中的股票头寸，更好地分散退休资产。

但是，401（k）计划的个别成员要想不投资于雇主股票仍然存在着行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

障碍。例如，如果参与者卖掉他们公司的股票，那么一些人会高兴（因为他们公司的股票随后的业绩不好），而其他人，那些股票业绩较好的，会后悔当初为什么会如此谨慎，发现（尤其是在事后）他们公司的股票业绩显然比平均水平要好。不过这种比较可以在任何时候进行，而且往往是不准确的，因而进行分散化的投资者会满意他们的决策还是会后悔他们的决策是不清楚的。传统金融学的建议在这个问题上是很明确的，而且似乎日益增加的认识、立法的变革及诉讼的威胁会朝着同一方向改变现实。然而，401（k）计划超过最大水平（往往是5%，或者较关注的、积极的投资组合中可能是10%）集中持有雇主股票仍然是常见的，这一水平也是基金经理最偏好的股票持有水平。

企业主管薪酬计划

固定缴款养老金账户内的集中头寸与集中股票头寸是分开的，而集中股票头寸是企业主管通过企业薪酬计划积累起来的，作为他们成功的收益。养老金计划持有体现了一个人慎重的决定——希望获得并持有股票。这不同于主管作为附带条件的补偿金的接受者所带来的补偿收益。主管的集中股票持有反映了他们通过就业或者创业参与到了业务中。获得头寸是为了符合个人利益及企业利益。在主管股票补偿计划中，如果公司及个人获得了成功，那么将积累起大量的财富。在该阶段，财富和风险管理的问题是相关的。但是在这一过程刚开始时，是不相关的。为此，关注如何更好地管理主管的集中股票头寸是一种“令人羡慕的困境”。

主管的股票头寸往往受到正式或非正式的出售限制。当受限制的持有代表着投资者相当一部分的财富时，理财顾问可能会建议利用借那些能够在别处进行随意投资的证券而借入资金。如果集中头寸没有进行套期保值，那么这一借出不会降低风险承担。它会通过安排投资者整体的投资组合来增加财富积累的可能性，但是会带来财富更大的波动性。通过贷出未受保护的集中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票持有并继续投资于引入了分散化股市头寸的投资，财富突然缩减的可能性增大了，而不是降低了。

协助管理集中股票头寸对于许多理财经理来说很重要。当进行其他的金融投资配置时，这种头寸的风险需要纳入考虑范围。通常，这意味着对财富由集中股票头寸决定的投资者来说，恰当的额外金融投资将会在适合投资者的期限内，投资于高质量或“避险”的债券以确保至少部分财富的安全。同样适用于不论公司特定投资风险是一只已定价的股票还是一个未定价的家族企业的情形。如果单独考虑的话，不管投资者的风险厌恶程度是厌恶还是偏好的，补充的金融投资都有可能是一种谨慎的投资形式。这是因为他们的总财富由他们自己企业股票的波动性来决定。

对于业务主管来说，持有公司股票的同时往往会持有以这只股票为标的的长期期权。因为期权有一个由股票波动性和期权到期日共同决定的基本价值，通过首次出售可卖股票来缩减发起企业的股票头寸往往都是合理的。“卖出股票并持有期权”（至少到接近于期权的到期日）是这个建议的一个简化说法。但是，如果主管期权代表着较大比例的个人财富或者个人是风险厌恶的，那么应该在期权存在显著货币价值的时候，抓住机会行权，即便是离期权到期日还有相当长的时间。尽管如此，未行权期权和改变就业时的未定股票所涉及达到的税后规则，往往会使头寸变得复杂起来。毫不奇怪的是，最安全的建议就是在决定任何行动方针前，与值得信赖的财务和税务顾问再一次讨论包括投资组合平衡相关问题在内的所有问题。

股票市场的不安全特性

20 世纪初，铁路股票占了美国股票市场 63% 的份额，但是在一个世纪过后，就只占了 0.2%。1899 年，俄国、印度和奥匈帝国一共占了全球股市 25% 的份额，但是在一个世纪后却不到 1% 了。这些大规模的改变对任何人来说都是强大的挑战——投资者被动地接受股票市场发生的任何变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近，金融股票权重先增加然后减少，之前科技股也是这样，而且之前的日本市场指数也有同样的业绩。长期内投资于国内股票或是全球股票的一种自动调节的方法是不可信的。所有投资者都需要应对市场的结构、风险和机遇的变化。

股票市场异常及资本资产定价模型的基本见解

抛开这些特殊的变化，一个每年重新平衡且被动地投资于美国股票的方法，如果可以获得的话，应该在20世纪业绩表现较好（见第3章）。但是，认为会比代表股市整体的投资模式表现得“更好”的观点受到了大量研究的支持。这关注着股票市场“异常”的广泛分析，其中股市“异常”是股市业绩的完善模式，与最初简单化的理论，也就是所谓的资本资产定价模型（CAPM）的预期不相符。

在它最初的形式里，资本资产定价模型（CAPM）认为任何股票的业绩应该反映两件事情：在多大程度上股票是市场整体一个相当的还是削弱的“表现”；相当程度的公司特定的波动性。第一个代表着股票的系统性风险敞口（用β（贝塔）来衡量），其会为投资者带来风险补偿。股票基金经理所持有的股票就是股市上一只“与市场业绩相当”的股票或者是一只“高贝塔”的股票，这一基金经理因管理资产所获得的费用收入会随着市场上涨或者下跌，而且他的盈利能力会恰当地体现这一影响。系统性风险不能通过股票投资组合而分散掉。第二个是“噪声”，或者说是特有的或可分散的风险。这可以通过持有一个充分分散化的投资组合而消除，但是它体现了个人股票或者投资组合股票业绩表现不同于市场（更准确地说，不同于β－调整的市场收益）的范围。

有众多的改进资本资产定价模型（CAPM）的研究表明存在着许多风险因素导致了股市中一个特定的股票价格，并可以帮助解释股票价格所体现的业绩。这些因素包括利率和外汇风险、公司资产负债表数据、收入和股利信息，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有公司股本、所处行业及地理位置。特别是当投资者认为特定的风险承担可能会在今后一段时间内产生收益时，了解这些风险因素能够帮助进行股票投资组合配置。

但是，资本资产定价模型（CAPM）的基本见解——将投资组合风险区分为不可分散化的系统性风险和可分散化的特有风险——经受住了时间的考验。它提供了一个宝贵的框架，用于了解投资组合经理为何要改变投资组合的系统性和特有风险，并由此来影响这一投资组合的业绩和风险。认识这见解及其优点和缺点，是衔接金融理论和实际投资的一个重要方面。

资本资产定价模型（CAPM）的缺点是目前认为最初的简单化理论没有完全解释不同股票间投资业绩的形式。低贝塔值的股票，一般认为其业绩不如市场，但事实上业绩并不比市场差，尽管最初的理论也认为其会差于市场。此外，市场资本较小的股票及有确定估值的“价值型”股票体现出了明显持久的卓越业绩，而这业绩与理论的最简单形式（也就是 CAPM 理论）是不相符的。

有两种可能的解释：

◎这些形式反映了诸如投资者时尚之类的非理性投资者行为对市场价格的影响，同时也体现了一个拥有“好”公司股份而避免持有“糟糕公司”（例如，历史上股票业绩糟糕的公司）股份的普遍的愿望。如果这样的话，只有当足够分量的长期投资者财富认可其他投资者的非理性行为，使得“理性投资者”重组其投资组合以获得异常带来的收益时，异常才可能会消失。这也许会提升未来业绩较好的投资（消除较好业绩）的价格，而降低未来业绩较差的投资（提升他们随后的业绩）的价格。如果足够多的投资者以这种方式做出反应，那么异常将会消失。但是，如果他们仍然存在的话，知道异常的“消息灵通的”投资者会调整他们的投资组合以获得异常带来的收益。

◎传统衡量风险的方法可能是错误的。如果这是正确的，那么那些试图去发现异常的人就会加大他们所承担的风险。例如，小盘股（见下文）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和某些类别的“价值型”股票可能会比他们看上去的风险要大些。如果这样的话，以折扣价格交易，为较好的投资业绩留后路，从而提供额外的风险溢价是合理的。

如果第一种解释是正确的话（这些股票倾向于被低估），那么谨慎的长期投资者可能会合理地增加他们对这些股票的投资。但是，如果第二种解释是正确的，这就不合适了。投资者需要认识到金融专家在这个问题上没有达成共识，而且当面对不确定性时，理性投资者宁可过于谨慎也是合理的。

哈佛大学的约翰·坎贝尔（John Campbell）和全国经济研究局的图奥莫·沃尔泰纳霍（Tuomo Vuolteenaho）认为市场风险暴露的传统度量——贝塔（β）因结合了两种不同的风险度量而变得不清楚。第一种是股票对市场贴现率变化作出的反应。正如上文第 5 章中的“好”与“坏”波动性的讨论，市场贴现率的上升所带来的价格的下跌应当立即由随后的业绩给予补上。这不是谨慎长期投资者主要关注的方面。第二个因素是股票价格对公司盈利预期变化的反应。这就是所谓的“坏贝塔”，因为当面临盈利增长预期下滑时，没有一个确保如何去恢复已损失业绩的机制。

通过对美国股票业绩的研究，发现当面对市场范围盈利预期（坏贝塔）变化时，价值型股票和小公司股票比成长型股票和大公司敏感，而成长型股票和大公司对市场贴现率（好贝塔）更敏感一些。投资者希望获得“坏贝塔”风险带来的溢价收益，而且往往这种溢价最终付给了价值型和小盘股投资者，不过这不应该认为是理所当然的。

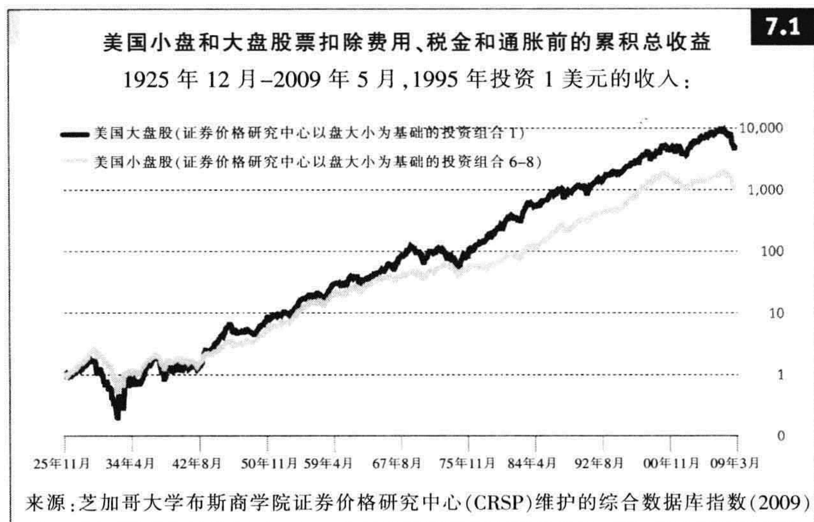
“小盘股”和“大盘股”

在 20 世纪 80 年代早期，罗尔夫·班茨（Rolf Banz）发表的研究报告强调与大公司相比，小公司取得了非常好的业绩。这一研究成果在许多场合得到了证实，美国、英国和其他国家都存在着这样一种现象：最小的或者微型公司的业绩优于小公司，而小公司又反过来业绩优于大公司。历史上较小公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的好业绩是“小盘股效应”或者说“小盘股异常”，因为虽然小公司倾向于比大公司波动大，但是好业绩无法用最初简化了的资本资产定价模型（CAPM 模型）来解释。

可以通过观察小的和大的资本公司的历史业绩来理解小公司股票“反常”。下文中的图 7.1 和图 7.2 使用了由芝加哥大学布斯商学院证券价格研究中心维护的综合数据库。他们比较了 1925 年至 2009 年初最大的美国公司（用前（最大）10% 的纽约证券交易所上市的国内公司及美国其他领先交易所的同样规模等级的公司来代表）的业绩与小公司的业绩，小公司用同样分组中排名处于第六十到第八十之间级别的公司来代表。根据 2008 年 12 月的市场价值，小盘公司覆盖了市场资本在 2.8 亿美元到 11 亿美元之间的美国公司，而大盘公司则包括所有市场资本超过 115 亿美元的公司。自 1925 年以来，小盘公司的累积较好业绩引人注目，最初的 1 美元投资到 2009 年 5 月增值到了（在扣除通货膨胀、费用和税金之前）4844 美元，而同样的 1 美元投资于大公司才增值为 1067 美元（经过同样长的时期，消费者价格增加了 12 倍多）。这转化为小公司股票 10.7% 的年度业绩，而大公司股票仅达到 8.7%。



来源：芝加哥大学布斯商学院证券价格研究中心(CRSP)维护的综合数据库指数(2009)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然在美国，小公司的较好业绩收益依赖于选择的时期和所定义的小盘股，但是根据埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson）和保罗·马什（Paul Marsh）做的英国方面的研究同样能得到类似的结论。他们的工作借助于霍尔戈夫特小型企业指数，其测量了自1955年以来英国市场资本排名最后10%的公司业绩。2008年底以前的这54年里，这一指数给出了14.8%的业绩年均收益（扣除费用、税收及其他费用前），比金融时报全股指数所测量的英国市场业绩每年要高2.9%。相应的霍尔戈夫特微型股指数测量了英国市值排名最后2%的企业，其显示自1955年以来微型股指数业绩（扣除费用费用之前）比全股指数每年高3.4%。

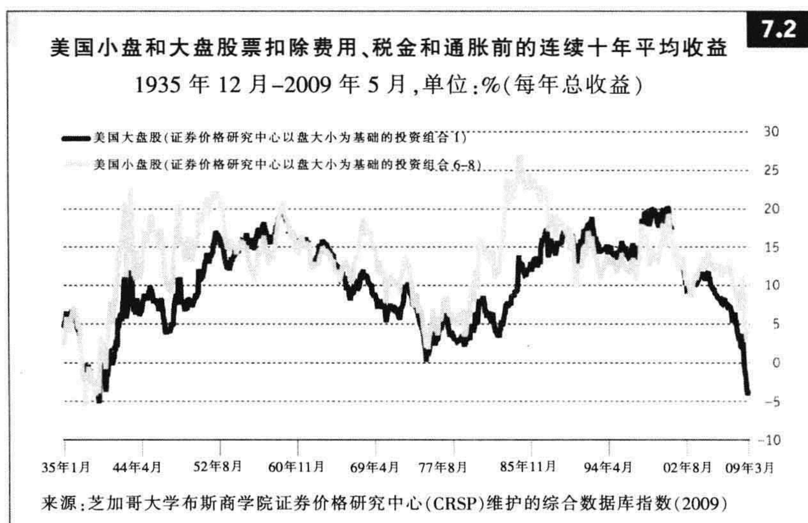


图7.2更加发人深省，给出了美国市场上许多小盘股业绩差于大盘股业绩时的十年期。最近的一段，几乎包括了20世纪90年代每一个重叠的十年期，体现了一种普遍的看法——早期观察到的“小盘股反常”确实得到了纠正，因为投资者想探索这种反常而大量投资于小盘股从而抬高价格。事实上，自1925年以来，在所有的连续十年期中大约有30%的时间，美国小盘股业绩差于大盘股（采用这里使用的定义）。这些小盘股业绩较差的相对频繁的时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足以提醒大多数长期投资者在其权益投资中不要持有过多的小盘股以作为战略持有。

在决定如何配置资产前，需要理解什么是“小盘股”。例如，不同的小盘股管理者可能有不同的可投资股票样本。许多理财经理将美国或欧洲市场中市场资本低于20亿美元的股票作为小盘股。在美国（及全球）这类公司大约代表了10%的市场资本。因此，总权益投资的10%都配置给了小盘股，而小盘股如果能很好地分散化的话，可以形成一个风险中性的全球配置。大幅高于或者低于这个数量（10%）的配置应该体现了一个不同于市场的决策。同样，大约20%的股票市场是资本少于50亿美元的公司，因此，这可以被认为代表了一个广泛的风险中性配置，包括小型和中型公司（常常记为“SMID”）。但是，可能会使用不同的门槛。另一条经验规则是10%的市场资本是小型公司，而接下来20%的资本是中型公司。

任何股权投资计划下，投资于小型公司股票都应该小心监控。以一种特设的、零碎的时尚投资于小盘股总是一种错误。这对个人投资者来说可能是个问题，而对机构投资者来说不是，但规则是小公司股票应当通过小公司股票投资组合或者基金来投资。在任何情况下，投资经理都倾向于投资于小公司股票（部分原因是这类股票没有被竞争对手好好地研究）。为此，聚集给予不同基金经理的基准以达到市场不同部分的头寸标准仍然是不够的。积极的基金经理可能会在松散定义的投资职权范围内有明显的不同，而选择的被动式基金经理不会参照无法体现市场的指数基准来管理基金。如果尽最大努力，管理信息是可以获得的，这需要聚集个别公司隐含的股票头寸，接着以最可能的市场标准（见附录2）去比较它们。

不要因为你的“风格”而忘乎所以

股票投资经理有各自的投资方法和理念，导致了不同的投资风格。这些特征往往像个人信仰一样根深蒂固。投资者需要知道并认识这些差别。不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人通常会发现一些方法比另一些更具吸引力。投资者应该谨慎以免这些偏好导致投资策略中的不知情风险偏见。

理论上，价值型和成长型经理是截然不同的。价值型经理有个共同的理念，都相信当投资者的热情或者忧虑脱离实际投资时，市场会反复出现过度反应。因而，价值型经理往往是逆势做事的人，能把过时的投资决策也执行得很好。他们的分析表明市场价格围绕着其公允价值波动，而且还表明当估值涉及未来较长时期后的价值时，转折点将变得变化莫测。最终战略一定会获得收益时，价值型经理会试图说服他们的客户：所需要的是耐心。实际上，客户尤其受价值型经理最近的良好业绩的诱惑。这时候价值型经理自然就需要谨慎，要知道业绩很难无限期地维持，而且艰苦的日子似乎还在后面。

相信“善有善报，恶有恶报”的价值型经理，其特有的脆弱会在长期宏观经济关系中改变。据一个非常成功的投资者——约翰·邓普顿爵士（Sir John Templeton）所说，“投资中最危险的四个词是‘这次不同’。”但是有时候，特别是在个人公司的前景中，情况就不一样了，或好或坏。20 世纪 90 年代早期，许多国际价值型经理就考虑到美国股票市场已经定价过高很多年了，从 2000 年后其业绩差于其他国际市场以来就一直这样。这是因为他们不明白，于是就无法预测 20 世纪 90 年代的美国经济转型及其对成千上万的美国公司前景的影响。成长型经理很可能将这作为俗语——“价值型经理往后看，而成长型经理往前看”的一个例证。对成长型经理来说，分析技术和商业变革，认识到他们为何会改变个别企业的盈利前景，能够为他们追求新的投资机会并领会商业前景奠定基础。成长型经理的投资组合涉及到了许多这类投资前景。

每个投资者都要遵守的重要准则是什么时候出售手中持有的有利可图的投资。相对于成长型经理来说，价值型经理往往更凭直觉来判断出售时机，而且可能价值型经理会“过早”地售出获利的投资而成长型经理宁愿过晚售出也不愿意过早脱手。这有助于阐明价值型、成长型经理及其客户所面临的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同风险。

财富或基本面加权的股票指数代表了相近的投资价值风格。股票市场指数总是通过赋予不同公司不同的权重来计算，体现了他们的相对股市估值。像美国股票市场的标准普尔 500 指数就是以市场股本为权重的指数。相信潮流和时尚容易导致市场过度反应的人，批评这些传统指数，认为他们都高估了那些定价过高的公司，但是低估了那些定价过低的公司。于是，提出了另一种方法，它可以体现每个上市公司对财富创造的贡献，而财富创造用他们的利润生成、现金流和股东权益（账面价值）来表示。如果这种类型的市场过度反应的潜在假设是正确的，那么随着时间的推移，财富为权重的指数业绩会优于市场股本为权重的指数。

专栏

价值型和成长型理财经理

价值型理财经理往往会在投资前对股票市场数据库中的大公司进行筛选，选择出那些股价、收益、股息和资产负债表数据满足特定条件的公司。一只价值型股票应该是具有以下特点的股票：

◎股息收益率高于平均水平；

◎低于市盈率（每股股价与每股收益的比率）或者市净率（每股股价与每股净资产的比率）的平均水平；

◎低于公司价值与销售收入的比率或者公司价值与现金流的比率的平均水平。

这是用于构造股票市场业绩“价值”指数的一些比率。某些理财经理会使用这些比率的不同组合及其他指标在股票市场中依据价值筛选股票。除了那些纯粹采用定量方式的理财经理，这种筛选过程被认为是将适合投资的公司范围压缩到可管理数量的最佳步骤，而压缩后剩下的公司则使得管理者能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够逐一地进行细致的定性分析。但是，这种筛选在描述理财经理投资风格时也是不可缺少的要素，而且还会限定投资者下一步将进行研究的股票范围。随着股票价格的变化，理财经理需要再次进行筛选以调整他们的投资组合，确保他们的投资组合符合自己惯用的投资风格。

价值型理财经理分为了两个派别：

◎"深度"价值型理财经理投资于那些满足他们定性和定量标准的股票，而不管由此产生的投资组合对市场整体来说具有怎样的代表性。特别地，他们很乐意不持有任何在价值筛选过程中显示价值欠佳的股票。

◎"相关"价值型理财经理管理其投资组合所面临的与市场整体相关的风险，因而不得不使得其投资组合在价值绝对偏高的领域持有一些价值较低的股票。

业界杰出的基金经理（那些不喜欢所管理的资产波动的，而资产波动与深度价值策略密切相关）和特别在乎"遗憾风险"的投资者往往会更偏好于相关价值管理方式而不是深度价值管理方式。

成长型理财经理特别希望能通过研究收入增长和股票价格业绩之间的关系而获得收益。而公司往往不会主动告知不寻常的逐年利润大幅增长情况。但是，当市场反映出快速成长公司的强劲盈利时，他们的股价可能会激增。这会对公司的初步研究带来溢价，这些公司往往都有未预期到的未来快速的盈利增长。

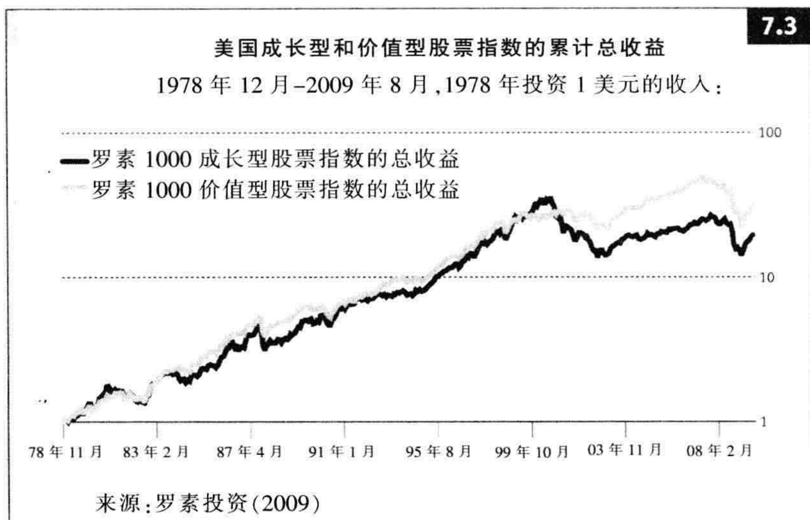
许多成长型理财经理也使用对数据库的统计筛选，但是这往往是一个不如成功定性行业或理论研究有力的工具。不过这种研究是出了名的很难成功并坚持进行的。指数编辑器用来界定"成长型"股票的统计筛选条件是每股盈利增长、销售增长及留存收益与权益资本的比率（内部增长率）。联盟资本管理公司的一个投资组合经理丹尼尔·诺比（Daniel Nordby）发现虽然均值回归是价值型理财经理的朋友，但是"对成长型理财经理来说，相反，均值回归却是一个逐步靠近他们的敌人。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

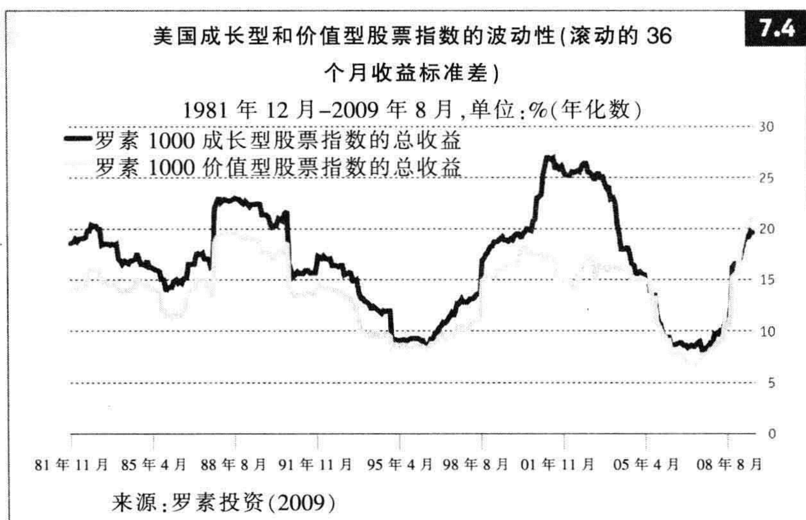
谨慎投资者应该高估价值型股票吗?

跨越时间的最长期限，大多数度量方法都显示价值型股票比成长型股票业绩好（见下文的图 7.3）。尽管如此，传统的风险度量及收益的波动性表明价值型股票（总地来说）往往比成长型股票“安全”或者至少说“风险小”（见下文的图 7.4）。

然而，期望通过投资更多的价值型股票而获利的投资者需要有信心能够承受较长时期内投资业绩都不如市场和其他投资者。在 20 世纪 90 年代晚期，成长型股票仅仅在两年内业绩就比价值型股票高 60%，然后在随后的 18 个月内又出现了相反的局面——价值型股票业绩好于成长型股票（这可以从后文的图 7.5 看到）。很少有投资者有信心能完全坚持站在这种事情错误的一方，同时又不做出错误的使他们损失严重的转变。正如大多数股票投资者现在所体会的，保持平衡是容易获利的先决条件。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：罗素投资(2009)

同时，关于价值型股权投资方式和规模较小的价值型公司股票的较好业绩表现的可能风险解释质疑偏执的谨慎投资者是否适合采用侧重于价值型股票（或者小盘股）的投资组合。这进一步强化了主张广泛市场投资方法。高估价值型股票或者规模较小的公司股票将适合更加激进的投资者。



来源：罗素投资(2009)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票红利和谨慎的投资者

谨慎的投资者应该采用谨慎的策略。迄今为止，虽然谨慎要求他们有一个股权投资利润率，但股票风险并没有因为采用一种未分散化的股票投资方法而被放大。关注股息收益率可以很容易地导致股票风险的放大。通过描述"为达到固定收益和股票市场收益率的罪恶"所带来的危险，罗伯特·弗莱（Robert Fry）在他的书《无收益投资政策》得出结论"结果的范围往往从贫困到灾难"。借助于一个股票投资组合获得基本收入的不足之处是它不可能提供政府债券所能提供的保障。它给出的是一个收入的更加不确定来源。高股息收益率股票可能面对公司特定和整个经济在盈利增长方面的糟糕表现及股利水平方面的威胁时显得特别不堪一击。

最后，需要怀疑地对待任何建议——投资于支付股利的股票代表着一个良好的投资策略，其可能同时体现了可靠的收入增长和资本价值积累。一个对收入有要求的激进投资者可能会强调较高收益率的股票和固定收益投资。对于一个谨慎的投资者来说，投资过程中的任何偏重都应该小心。这种策略不是应对财政约束的灵丹妙药。

偏好国内投资：国际投资值多少?

基本上所有国家的股票投资者都会偏向于投资本国股票。这一现象的原因已经得到广泛讨论。任何认为国内股票与国内货币需求更加"匹配"的看法没有什么实质内容。"不匹配"的合适度量是看风险资产（诸如国内股票或者国外股票之类）与无风险资产的相关程度如何，其中无风险资产对长期投资者来说就是国内的通胀挂钩政府债券。虽然国内股票与国内政府债券的相关程度比国外股票要好，但是国内股票并没有构成长期投资的任何"避险"资产。但是，消除熟悉和习惯带来的疑虑，加上对货币风险贡献的误解，两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者很好地解释了母国偏见（对母国股票的偏好）。

在大多数国家，这种母国偏见是一个重大的风险管理问题。但是，根据花旗集团的报告，美国市场在2009年4月代表着42%的全球市场，其规模和广度意味着美国股票市场上充分分散化的投资者将已获得大量全球投资方法带来的分散化收益。对其他国家的投资者而言，日益提高的国际分散化所带来的投资效率的贡献可能会加大。通常，地域分散化并不是最重要的需要讨论的投资策略设计问题。换句话说，国际股票分散化对大多数国家的投资者而言很重要，但是对美国投资者来说显得不那么重要。例如，对于那些有充分分散化的且因仅投资于美国股票而产生的股票敞口的投资者，如果固定收益投资的到期日与投资者的时间期限没有恰当匹配或者如果雇主股票占优于股票配置，那么国际股票分散化带来的可能风险降低的收益与低效率的风险承担相比，将是微不足道的。



注释：摩根士丹利欧澳远东指数，代表的是欧洲(Europe)、澳大利亚(Australia)和远东地区(Far East)的发达市场。
来源：摩根士丹利

本书反复出现的一个主题是投资策略应该大体上符合投资者的目标、风险容忍度及偏好。除了一些现金流匹配的债券组合，要识别一个恰当策略的准确性就是妄想。国际投资所处的领域里，强烈持有的策略观点的不同之处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在基本恰当的投资策略范围内往往是有区分的。尽管如此，当考虑到业绩指标时，这种不同就非常大了。这使得投资者本能偏好其相当幅度的变化合理地影响着政策，了解什么时候风险因素明确地指导了什么合适或者不合适一个特定的投资者，及什么时候风险因素无法提供这种指导，对一个投资顾问来说是很重要的。国际投资中有一个合适的分散化策略的范围，但它通常不适合说明一个特定的策略会显然地优于其他的策略。例如，国际投资分散化带来的收益总会随着收益递减。要获得一些收益可能就会使得投资者走较长的路去获得所谓的“最优”策略。

图7.6显示（从美国角度）美国和国际投资存在着不同的规模。1989年后，美国市场的业绩大幅度地高于国外市场，这既是因为1989年以后日本市场长期疲软，也是因为美国市场的强大。但是这种局面在2002年以后得到了逆转。

投资国际化有两个原因：机会和分散化。原始的起点，其来自于教科书的观点，认为是全球市场考虑到了对冲直接外币风险的可能性。明确地，全球投资方法应该适合于所有的股票投资者，但其他国内导向的方法也同样适合。如果充分分散化（参照全球投资基准）也可以投资者的本国市场实现，那么国际投资会成为对机会的追求而不是获得投资组合平衡的需求。这个观点在国与国之间是不同的。美国最倾向于认为国际投资是“最好有的”机会但不是分散化的需要。但是，甚至对美国投资者而言国际股票投资都会带来显而易见的分散化好处。

最简单的获得国际股票投资分散化好处的方式是借助于常规的风险衡量方法查看国际股票投资分散化如何影响股票投资的度量风险。常规的衡量方法包括：波动性或者收益的标准差（在技术上，这只适用于100%投资于股票的激进的短期投资者。对于其他的投资者，股票与政府债券及其他持有的投资的相关程度需要纳入考虑之中）。这是本章采用的方法。这种度量同样也可用作对国际投资带来的预期收益的指导，因为保守（且一致）的假设是相同的预期收益率适用于国际和国内股票市场。结果不会（除了偶然）相同，但是在制定战略配置时，最安全的做法是假设我们预先不知道哪个股票市场可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能表现得最好。实际上，在许多资产规划实践中，通过假设新兴市场会获得一个高于发达市场的收益率，承载着对新兴市场的偏好。如果他们相对发达市场股票而言，面对着更高的系统风险，那么对新兴市场的偏好将得到证实。仅仅是更不稳定，其很大程度上体现了他们较差的分散化，但不能作为这种假设的充分理由，同时也不能作为一个最终的期望——他们的经济能够更快地增长。这应该已经使得股票价格折扣了。

这回避了进行国际投资而不是国内投资是否存在税收或者额外管理费用的问题。如果费用是引人注目的，那么他们需要纳入国际配置决策的考虑中。在下面，忽略了相关的增量费用及税收，而仅仅关注于代表风险的波动性。图 7.7 提供了许多国家摩根士丹利全球指数的波动性（显示的是没有对冲汇率风险的）及国内股票市场的波动性，两个指标都是用各国各自的货币衡量的。

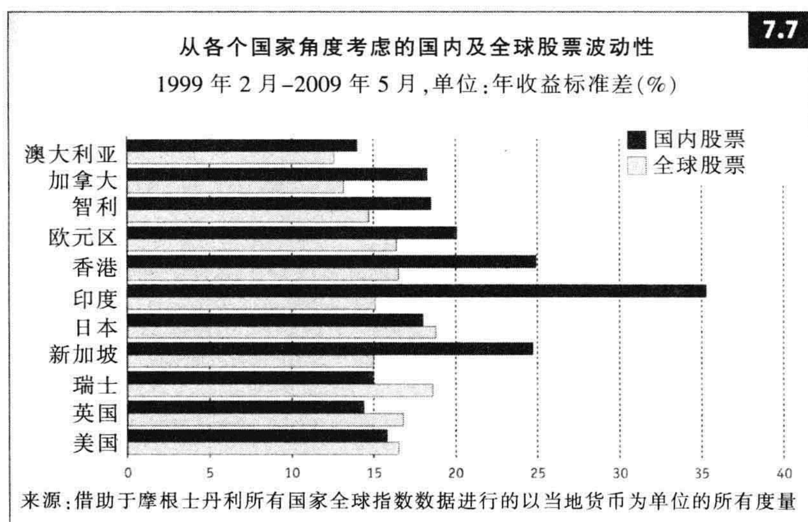


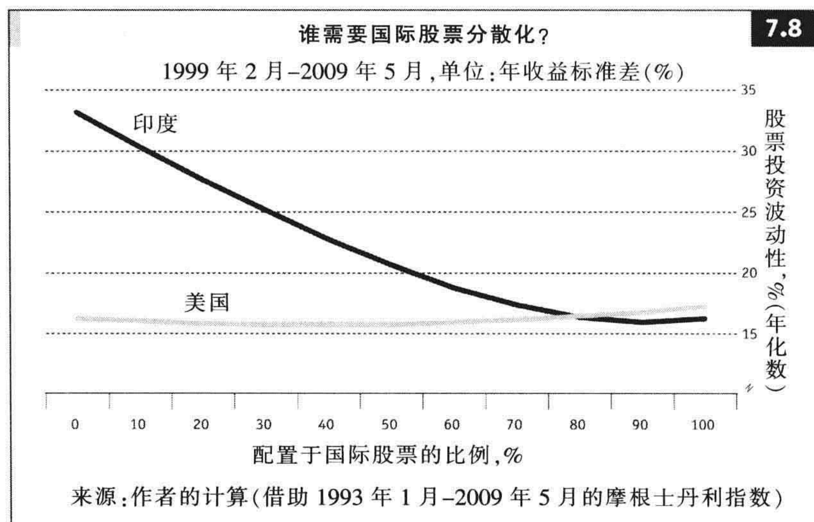
图 7.5 呈现的局面因为所选择的时期不同而有所不同，但是对所选择的十年来说还是比较明确的。就小股票市场而言，利用充分分散化的全球而不是纯粹国内的股票投资方法，可以更显著地降低股票波动性。通过比较印度和美国可以很清晰地看到这一点。毫不奇怪，图 7.7 表明有效的股票管理需要印度（其他国家）投资者显著的国际分散化，但是这对美国来说就不那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效了。

在不同的时期重复这一试验，经常出现的结果是美国股票市场为美国投资者提供了一个接近于全球分散化的股票分散化市场。除非经过一段在未来不会再发生的特殊时期，其他较小的国家市场并没有为他们的国内投资者提供类似的分散化程度。

下文的图 7.8 更详细地提供了在美国和印度进行国内和国际股票的波动性权衡。两个国家曲线的不同之处讲述了一个故事。从美元的角度来看，这段时期内对分散化的未对冲的国际股票的投资高达 40%，其代表着最低波动性策略，可以减低不到十分之一的股票波动性。这些数据随着考查时期的变动而变动，但是在波动性变化较大的股票市场范围内，有一个引人注目的但不是非常大的分散化收益。



来源：作者的计算（借助 1993 年 1 月–2009 年 5 月的摩根士丹利指数）

特别是对印度投资者，历史数据呈现出了一个清晰的局面——对于 80% 投资于充分分散化的国际股票的印度投资者，其股票波动性可能减低 50%。这些试验也证明分散化过程的收益递减效应：分散化的最大贡献源于初次涉足的（分散化的）国际股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些潜在的源自国际投资的分散化收益规模依赖于国际股票的波动性及他们的价格与国内股票价格的高度相关程度。越相关，国际股票对国内股票的分散化程度越低，而且通过增加国际股票降低整体股票波动性的余地就越小。相关程度及波动性水平不稳定并不奇怪。严重的是，在危急时刻对相关性和波动性的度量往往会“跳跃着”上升。但是，仅仅因为相关性增加，并不一定会使得在波动性也同时增加时，国际分散化的好处会减少。尽管如此，这意味着来自股票投资的系统性或者非分散化的风险在增大。



图 7.9 给出了从美元投资者角度看的国内和国际股票相关性的变动。不论是其他发达市场还是新兴市场，国内和国际股票的相关性在 20 世纪 90 年代中期异常的低，但目前已经不寻常的高了。

是否应对国际权益投资进行套期保值?

国际投资涉及到货币风险。但是，国内公司所做的国际业务也会涉及到货币风险，然而公司汇率风险管理抵消风险的程度总是不明确。

货币风险在国际债券组合波动性方面的影响与其在股票组合波动性方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的影响之间存在着很大的差别。汇率变动改变和放大了国际债券市场风险，但是货币风险改变了时机分布而不是国际股票市场风险的大小。这可以在下文的表 7.1 和表 7.2 中从欧洲和美国投资者投资于欧元区股票和债券的角度看到。对于大多数调查的例子，股票风险大小的改变很小的一部分是由货币风险造成的，而往往是因为债券市场风险。

如果美国投资者对这些国际指数业绩进行套期保值，最后获得美元，那么他们基本上不会关注股票波动性，而会非常在意欧元债券的波动性（见表 7.2）。

表 7.1　欧元股票和债券的波动性（未做套期保值）

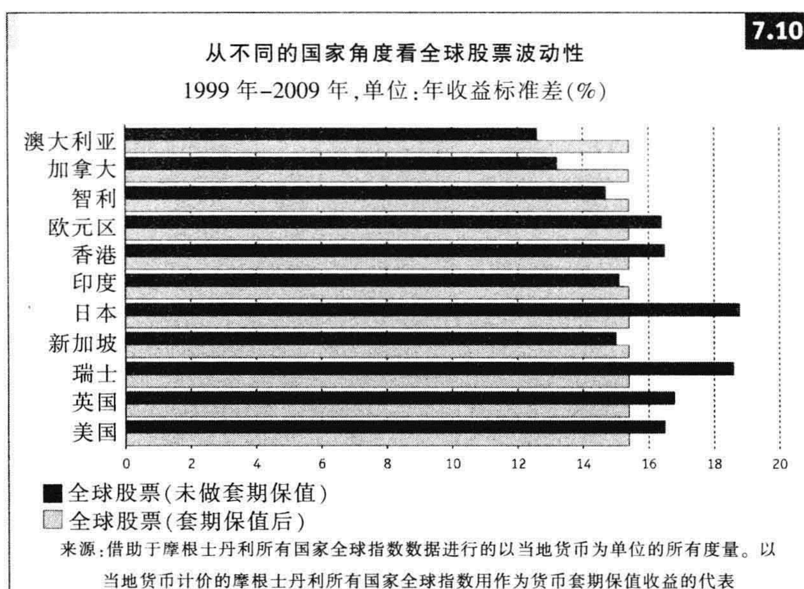
	1999 年 1 月—2009 年 8 月 单位：年标准差（每年%）
摩根士丹利欧元股票指数净收益（以欧元计价）	20.5
摩根士丹利欧元股票指数净收益（以美元计价，未做套期保值）	23.3
花旗集团欧洲货币联盟一年以上政府债券指数总收益（以欧元计价）	3.7
花旗集团欧洲货币联盟一年以上政府债券指数总收益（以美元计价，未做套期保值）	12.2
汇率（欧元/美元）	10.2
来源：摩根士丹利；花旗集团指数有限责任公司；WM/Reuters	

表 7.2　欧元股票和债券的波动性（套期保值后）

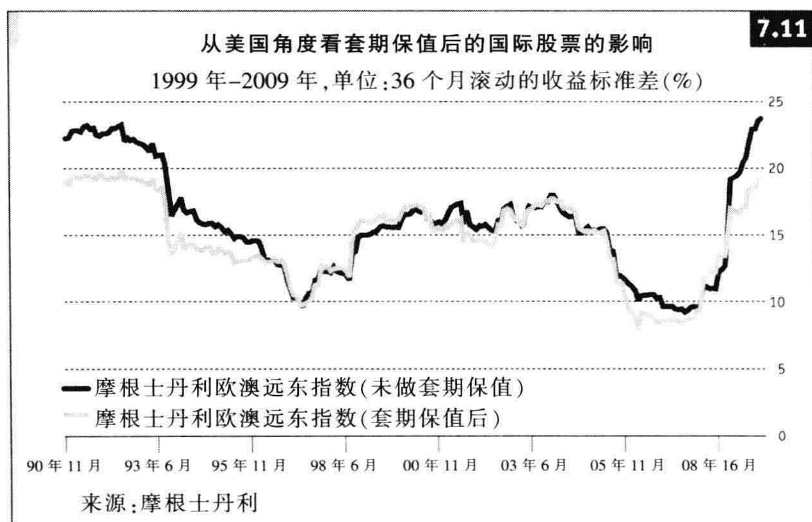
	1999 年 1 月—2009 年 8 月 单位：年标准差（每年%）
摩根士丹利欧元股票指数净收益（以欧元计价）	20.5
摩根士丹利欧元股票指数净收益（以美元计价，套期保值后）	20.9
花旗集团欧洲货币联盟一年以上政府债券指数总收益（以欧元计价）	3.7
花旗集团欧洲货币联盟一年以上政府债券指数总收益（以美元计价，套期保值后）	3.6
汇率（欧元/美元）	10.2
来源：摩根士丹利；花旗集团指数有限责任公司；WM/Reuters	

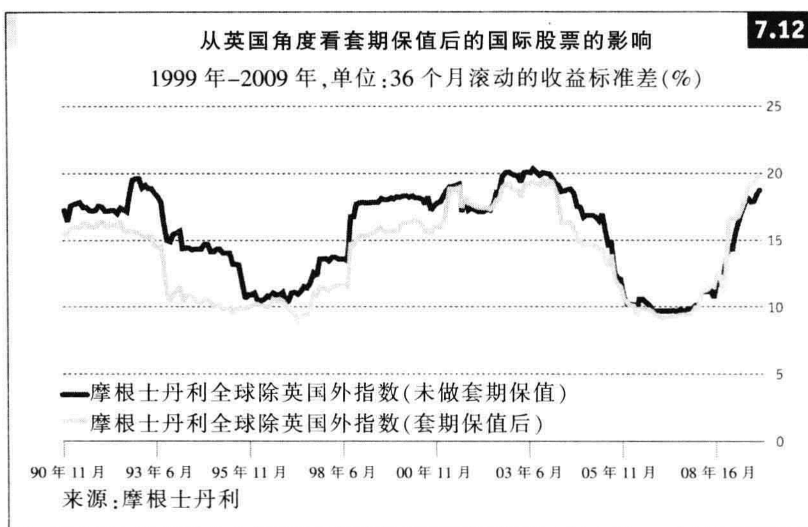
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者往往期望通过对持有的国际股票进行套期保值从而略微降低外国股票的波动性，而对持有的外国债券进行套期保值会显著降低这类债券的波动性。通常的做法是对国际股票不进行套期保值，而对国际债券进行套期保值。但是总地来说，对国际股票套期保值也是有意义的，因为它会略微降低波动性。不过，只有当货币套期保值的交易费用微不足道时，这种做法才有价值（见第 8 章）。主张对主要货币进行套期保值，而不是新兴市场的货币，因为在市场压力下，新兴市场的货币套期保值费用过高。但是不论进行套期保值还是不进行，全球股票仍然属于波动性资产。（见下面的图 7. 10）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





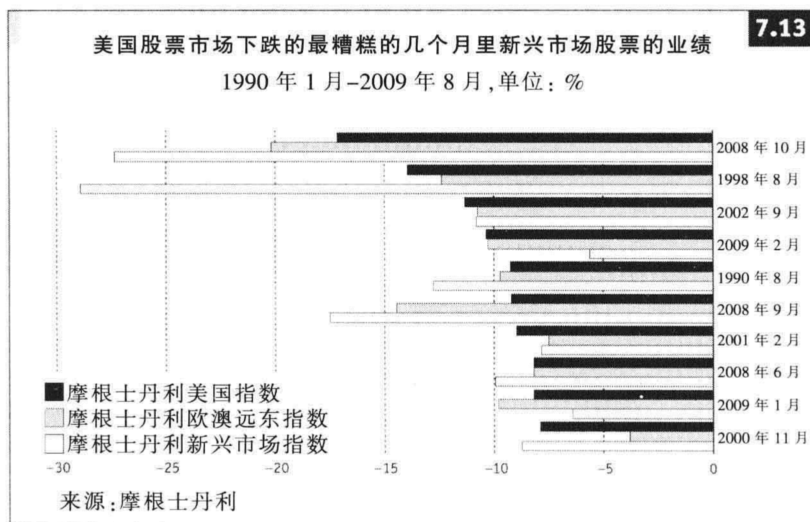
决定对所持有的国际股票进行套期保值或是不进行套期保值会大幅度地影响投资策略带来的收入，依赖于货币波动的情况（见图 7.11 和图 7.12）。

这个的重要性是对国际股票进行套期保值的决策，可能是基于风险，都能容易地导致业绩比大多数投资者预期的好得多或者差得多。这与投资经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的选择无关，但是与对货币敞口的单一决策有关。然而，如果投资者愿意承受投资不同于其他的投资者而带来的遗憾风险，那么套期保值对大多数投资者来说是国际投资一个很明智的起点。于是，投资者通过选择对持有的国际股票进行套期保值或者部分套期保值，获得了套期保值带来的管理投资方面的额外自由。

从风险的观点看，这可能是实现未来货币走势的中期观点的有效途径。这是因为货币套期保值使得国际股票投资的波动性和损失风险变化不大，即便是它会对这些国际投资业绩造成很大的正的或负的影响。套期保值相应地对与投资者相关的业绩会造成很大的影响，这些投资者往往不会对国际股票投资进行套期保值。很可能投资者会经历严重的情绪波动，当他们相信自己能够读懂股票市场时情绪高昂，而当他们哀叹自己的糟糕运气时又显得很忧郁。这使得货币经理在实现也同时存在投资策略的货币观点时显得十分重要。但是，如果货币经理错误判断货币波动而带来的遗憾风险规模是相当大的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际权益投资和流动性风险

在国际投资中，投资者很容易卷入最新的“热门”主题。所谓热门的往往可能流动性不足，容易获得但是要花费很多才能脱手。过去，由于发达市场的股票有较好的预期收益和分散化特性，新兴市场的股票投资会被卖掉。最近，新兴市场和发达市场股票相关性的提高影响着分散化的情况。这一点可以在图 7.13 中得到了证实，其给出美国股票业绩最差的几个月里新兴市场的股票业绩。正如所预料的，发生危机的几个月里，新兴市场股票表现得特别差。采取一切手段投资于新兴市场，不过要确保你找到了令人信服的未来业绩情况，因为当你特别想进行风险分散时，可能任何分散化都实现不了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 信用

分析现代债券是一件十分复杂的事情，这一状况并没有因为2007年–2009年的信用紧缩而有所改观。证券将会变得更加透明，杠杆率也会降低，银行将对它们的借贷行为承担更多的责任。但是证券化，作为将银行贷款转化为流通证券的途径，将不会消失；现代债券组合的重要成分，规模宏大的信贷衍生产品，也不会消减。

然而，为了与信用紧缩之后兴起的“回归基本点”理念相适应，回顾约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）1925的基础评述是个很好的出发点。在凯恩斯的评述中，他比较了美国1866年–1922年间的长期权益回报和债券回报的差异，得出结论说无论是在通货膨胀时期还是在通货紧缩时期，权益的收益都大大超过债券。凯恩斯觉得这违背常理，他认为在通货紧缩时期债券的收益应该高于权益投资。于是，他列出了一系列可能的原因来解释债券的不佳表现：

◎一般物价水平变动的不对称效应。债券收益可能被通货膨胀侵蚀殆尽，而现实中通货紧缩（可使债券持有人受益，因为债券发行人的偿付额具有更高的真实价值）的影响却受到约束。

◎债券可能违约，但债券支付额绝不会超过约定的利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎公司管理者通常会占到权益投资者一边，“特别是，管理者会利用他们自己的权利尽可能的为股东谋利，并减少对债券投资人的支付”。

◎除了红利分配积累了股东收益，留存收益也提供了复式增长的机会（这更加确保了对债权人的支付能力）。

现在有更多的数据支持这些原因，同时它们也成为许多顾问和学者支持长期投资者进驻权益市场，成为所有权人的基石。然而，几乎所有投资者都在或者应该寻求多样化来分散权益市场风险。在第一部分，我们也讨论了政府债券投资中的类似问题。在本章，我们将讨论其他类型的投资信贷工具，它们在带来额外收益的同时也带来了新的风险。其中，信贷质量与收益的权衡是一个重要元素。

信用质量和信用评级机构

信用评级机构于20世纪初期兴起，用来评估证券价值并公布证券评级。现实中，两个重要风险的借款人的违约风险和借款者无法继续履行合同义务而导致的信用等级下降的风险。投资者通常使用业内领先机构的评级来衡量自己资产组合的信用质量，同时也利用评级来判断某一资产是否可以纳入特定组合。进一步地，国际银行在计算资本充足率指标时也正式引入了业内领先机构的评级。银行管理的这种发展，促进了贷款证券化进程，大大增加了银行信贷风险向其他投资者转移的可能性。这同样促进了新的信贷工具和新的信贷市场的发展。私人投资者，以及许多机构投资者将信贷风险的评估外包给了这些信用评级机构。

历史经验上看，评级机构的评级通常是证券流通上市的前提条件，信用评级机构在增进市场流动性方面具有积极作用。彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）在2007年讲到：

“评级机构有助于（或者至少曾经有助于）增进市场流动性，因为它们把投资者从信用研究的苦恼中解脱出来了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一些结构性产品的评级，尤其是与次级抵押贷款相关的结构性产品的评级中存在的严重问题，大大降低了人们对评级的信心。然而，并没有迹象表明人们对公司债券评级的信心也受到了相似影响。表 8.1 描述了全球三大评级机构——惠誉（Fitch）、穆迪（Moody）和标准普尔（Standard & Poor's）的长期评级分类状况。

表 8.1　业内领先的评级机构的长期评级类别

	惠誉	穆迪	标准普尔
投资级别			
高质量	AAA	Aaa	AAA
较高质量	AA	Aa	AA
基本较好	A	A	A
投机级别	BBB	Baa	BBB
投机或担保不足	BB	Ba	BB
高投机性或较差	B	B	B
质量很差	CC	Caa	CC

说明：各个评级机构的精确评级参看该评级机构的网站。

在表 8.1 中，投资级别的证券和非投资级别的债券中间有个明显的断点。后者一般指的是投机的或高收益的债券。评级试图客观地评价借款人或者机构的信用状况，评级结果通过借款人必须支付给贷款者的违约风险溢价或者信用状况恶化的价差来反映。

基于惠誉公司 1990 年 – 2008 年间的经验数据，表 8.2 给出了不同信用级别的公司债券在 5 年内的平均违约概率。该表展示出评级机构对各种公司债券违约可能性的评估还是比较有效的：CCC 级的高收益债券在未来 12 个月内的违约概率为 20% 多，在未来五年内的违约概率大于 35%。这是惠誉评级债券的平均违约概率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.2 1990 年 – 2008 年间公司债券的平均累积违约概率（单位:%）

	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年
AAA 级	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
AA 级	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
A 级	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6
BBB 级	0.3	0.8	1.4	2.2	2.9
BB 级	1.4	3.3	4.9	6.4	8.2
B 级	1.8	3.8	5.7	7.5	9.2
CCC – C 级	22.3	27.6	30.6	33.3	36.9
投资级	0.1	0.3	0.6	0.9	1.2
高收益级	3.0	5.2	7.2	8.9	10.8
所有级别公司债券	0.7	1.3	1.8	2.2	2.7

来源：惠誉国际评级公司，2008 年风险迁移与违约研究

评级公司的数据表明高收益债券违约概率的周期性特点。惠誉公司的报告指出美国高收益债券违约概率从 2002 年的 16.4% 降至 2007 年的 0.5%，随后又升至 2008 年的 8.5%，预计 2009 年违约概率将会继续超过 16.4%。公司债券与国债之间的价差大小同信用评级的顺序是相符合的，评级越差的债券价差越大，这表明评级机构的债券评级被金融市场广泛接受。

表 8.3 展示了不同信用评级债券的价差差异，它给出了公司债券的平均收益差额，但并不能说明价差变动以及违约是如何影响投资者行为的。不过图 8.2 说明高收益债券具有高风险。

许多信用风险分析的重点在于信用或信用评级的变化程度。举一个简单又恰当的例子，一个具有最高评级，AAA 级的债券，是不可能再提高评级的，它只能维持原有评级或者是评级下降。对比而言，具有低评级的债券的评级既可能降低也可能提高。因此，具有较高评级的债券应该提供一个较高的价差，毕竟它们评级下降的可能性更大。延长到期时间从而扩大不利信用事件发生风险的各种方式将增加按照“购买并持有”策略投资长期公司债券的投

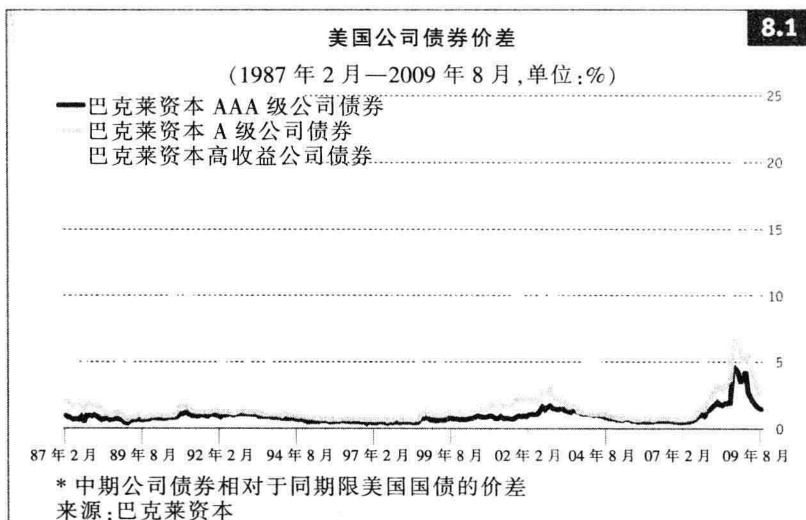
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的风险，尤其对于那些指望投资长期债券来保证将来退休收入的投资者而言，这种风险更值得关注。

表 8.3 美国公司债券价差和收益（1987 年 2 月 - 2008 年 8 月）

	算术平均数（%）	平均价差（%）超过十年期
美国月债	5.3	0.0
机构债券	5.8	0.4
Aaa 级公司债券	6.2	0.9
Aa 级公司债券	6.4	1.1
A 级公司债券	6.7	1.4
Baa 级公司债券	7.3	2.0
高级收益公司	11.4	6.1

来源：巴克莱资本债券



长期投资者理解这点很重要，可以从良好的评级中获取信心。在 2005 年，华尔街日报欧洲版刊登了一篇名为“AAA 正在消失”的文章，帮助读者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回忆起通用、福特和 AIG 曾经都获得过最高的信用评级。

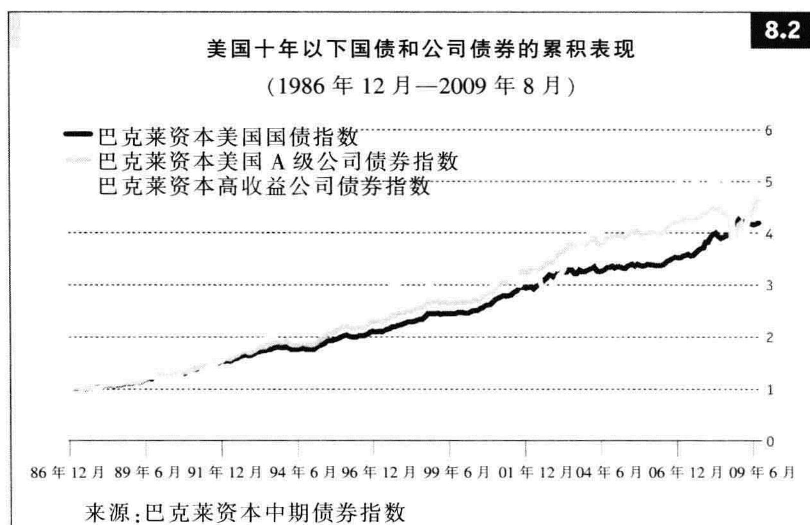


表 8.4 美国国债和公司债券的总收益（1987 年 1 月—2009 年 8 月，单位%）

	几何平均数	变动率
美国国债	6.5	3.5
机构债券	6.8	3.4
Aaa 级公司债券	7.0	4.5
Aa 级公司债券	7.2	4.5
A 级公司债券	7.0	5.1
Baa 级公司债券	7.4	5.2
高收益公司债券	7.6	9.5

来源：根据巴克莱资本数据整理

组合分散化与信用风险

评级机构用以形容非投资级别债券的词语，比如“投机级”、“高投机级”或者“较低质量”，较公正地描述了单个债券单独流通时的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期经验证明分散化投资比投资单一债券具有更低的波动性，同时当市场表现良好时，充分分散投资的高收益债券组合同样具有良好表现。这意味着不能因为一个高收益债券组合包含非投资级别的债券而影响对该组合的判断。同样地，评级机构给予高收益债券较低的评级提醒着投资者只有在充分分散化的组合中投资高收益债券才是唯一明智的选择。组合的分散化可以抵消单个高收益债券不利影响的效果。但是，投资组合可以化解单个高收益债券的特有风险，它却不能减少引起市场价格整体下降的系统性风险。

表 8.5 对比了 1994 年以来美国权益市场表现极端的月份中，美国政府债券、投资级信用工具指数和高收益债券、新兴市场债券的表现差异。新兴市场国家发行的主权债券或公司债券提供了另外一种负债投资类型。这种债券的面值通常是以美元计价的。在 1998 年 8 月的流动性危机之后，这些债券表现良好。在 1998 年 8 月，JP 摩根新兴市场债券指数下跌了 29%，是 2008 年 8 月下跌程度的两倍多（见表 8.5）。1998 年的经历暴露出新兴市场债券由于未充分分散化所导致的传染风险。随着更多的新兴市场具有大额应付债务、外汇储备、投资级信用工具，以及更加深入地参与国际金融市场，这种风险更值得人们关注。2007 年之前，市场的表现主要依靠价差的缩小。但是系统性衰退的风险使得新兴市场债券可能会出现极端不好的表现，这也是新兴市场的一个特点。

表 8.5 美国权益市场表现极端的月份中各种债券市场的表现（1994 年 1 月—2009 年 8 月）

	MSCI 美国 300 家大公司指数	巴克莱资本美国政府债券指数	巴克莱资本美国信贷指数	巴克莱资本美国高收益债券指数	JP 摩根新兴市场债券指数
美国权益市场表现最差的三个月					
2008 年 10 月	-16.2	-0.3	-5.8	-15.9	-13.8
1998 年 8 月	-14.3	2.6	0.5	-5.5	-28.7
2002 年 9 月	-10.8	2.4	1.9	-1.3	-3.7
美国权益市场表现最好的三个月					
2002 年 10 月	9.3	-0.8	-1.2	-0.9	7.7
2009 年 4 月	8.9	-1.3	2.8	12.1	5.1
2009 年 5 月	8.6	1.8	-0.1	3.2	3.6

来源：巴克莱资本，JP 摩根和摩根斯丹利资本国际公司（MSCI）。

表 8.6 给出了新兴市场债券和美国高收益债券在出现极端趋势时所能获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得的收益（通过“超额峰度”衡量）。新兴市场债券市场同美国权益市场具有相似的波动性，但是它却对冲击十分敏感。高收益债券虽然也更易出现极端值，但它的波动性却相对小些。

表 8.6 美国高收益公司债券和新兴市场债券的统计数据（1994 年 1 月—2009 年 8 月）

	几何平均数（%）	标准偏差（%）	序列相关性	偏度	超额峰度
MSCI 美国 300 家大公司指数	7.0	17.1	0.1	-0.7	0.9
巴克莱资本美国政府债券指数	6.1	4.7	0.1	-0.2	1.1
巴克莱资本美国信贷指数	6.4	5.9	0.2	-0.6	3.3
巴克莱资本美国高收益债券指数	6.4	10.1	0.3	-1.2	9.3
JP 摩根新兴市场债券指数	10.3	16.9	0.1	-2.1	11.2

来源：巴克莱资本，JP 摩根和摩根斯丹利资本国际公司（MSCI）。

专栏

本国货币标价的新兴市场债券

直到最近，投资者所投资的新兴市场债券都是以美元或者其他主要货币，如日元、欧元等标记面值。这很适合投资者，因为他们不想同时承担与新兴市场相关的双重风险：信贷风险和货币风险。但是事实证明，这只是虚假的自我安慰罢了。

过去，许多新兴市场国家不能融入长期本币资金的原因主要有：无效的国内政策、不发达的国内市场、缺乏吸引国际投资者和国际机构的概念。

伯克利加利福尼亚大学的经济政治学专家巴里·艾肯格林（Barry Eichengreen）、乔治·C·帕迪（Georige C. Pardee）和海伦·N·帕迪（Helen N. Pardee），以及哈佛大学约翰·F·肯尼迪管理学院的经济发展实践方面的专家李嘉图·豪斯曼（Ricardo Hausmann）深入研究了新兴市场国家发行长期本币债务不畅的后果。他们的研究发现新兴市场国家作为借款人面临不利的风险转移，它们被迫接受货币的不匹配。这间接导致了国际投资者面临更大的风险，国际投资者收回美元资金的能力因借款人信用风险的上升而削弱，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借款人的信用风险上升是因为他们被迫承担了货币错配的风险。这导致了间歇性的货币和外国债务危机，久而久之增加了国际投资者的成本（新兴市场国家的借款人承担的更多）。

过去的十年中，越来越多的新兴市场国家（特别是拉丁美洲和亚洲的国家）开始针对国际投资者发行本币计值的债券，而世界银行及其它区域发展组织也为国际投资者向新兴市场国家的公司提供本币贷款提供便利。这些举措便利了投资者和借款人双方，是对这一市场机遇的正确回应。

投资于新兴市场本币债券的多样化投资组合十分吸引投资者，这是因为：

◎收益比类似的美元债券更富有吸引力（虽然不同国家会有所不同）；

◎它使得投资者可以充分利用美元与新兴市场国家货币的优势来组合投资；

◎它为投资者提供了更分散的资产池来进行投资多样化（虽然多样化的资产配置需要精细计算）。

这种投资对新兴经济体的投资者更具吸引力，新兴经济体的投资账户用美元计价，但它们的基础货币却有些模棱两可（见第1章）。这些投资者对货币风险的态度不如美国居民那么清晰。对于这些国际投资者而言，投资于新兴市场债券的多样化组合或许可以帮助他们缓解对美元的风险暴露。

根据可获取的新兴市场债券数据可知新兴市场在过去是具有很高的波动性的。虽然在多个国家间进行多样化投资可以降低风险，但是1997年的亚洲金融危机却不仅向我们展示了单个市场的极端恶化情况，而且也说明即使采取多样化策略，此次危机中的新兴市场整体也创下了历次危机中最差的负收益。以美元计价的JP摩根新兴市场本币流动性指数在1997年7月至1998年1月间下降了15.7%，在2008年7月至2009年2月间下降了20%。不过，2008年–2009年间的指数下降主要是由于美元价值的波动，如果以欧元或新加坡元（新加坡元参照一揽子货币浮动）计价，则JP摩根新兴市场本币流动性指数分别下降了2%和9.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券化，投资债券市场的现代方法和信用紧缩

过去25年的证券创新改变了投资市场，也改变了银行的资产负债表。证券化因为便于银行进行信用风险头寸管理而备受欢迎，银行通过证券化可以把信贷决策与资产负债表的风险管理分离开来。标准化的安排可以帮助银行把风险暴露转移给其他银行、对冲基金或者长期投资者。这个过程称为证券化，它把银行贷款转化成了可交易证券。

证券化是一个重要的金融创新，它为金融部门的风险管理提供了便利。但是每当金融部门出现问题进而导致信用紧缩时，证券化都是一个重要推手。事后看来，银行是借助一系列的风险管理工具来承担更多的风险，而不是充分利用这些工具管理已有的风险。这是各种行为和动机的根源。证券化能够转移银行资产负债表内的资产，于是银行管理者在作出信贷决策时就不关注贷款质量而仅仅追求数量，即贷款目标的实现。于是，这种分散风险的方法转变成了一种导致更大更隐蔽的风险积聚的机制。证券化本身是个好的创新，但是由于缺乏约束，它使得银行的管理更加松散了。

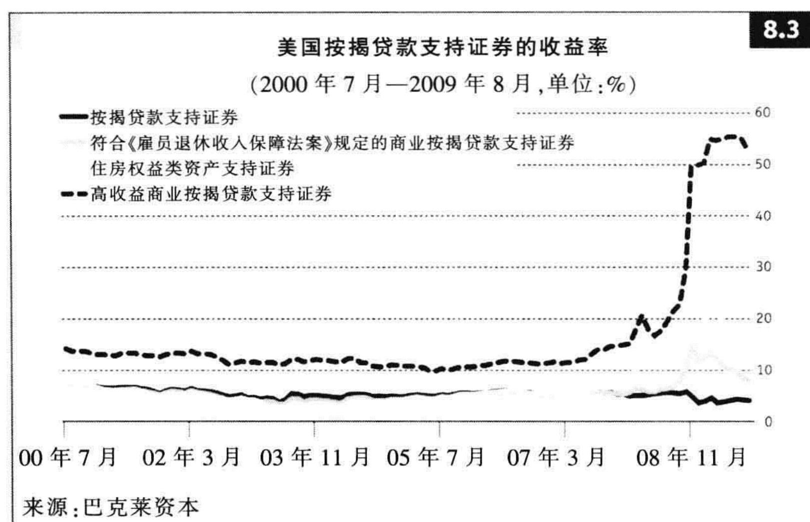
按揭贷款支持证券

证券化起源于美国。1970年，政府国民抵押贷款协会（the Government National Mortgage Association，Ginnie Mae）引入了按揭贷款支持证券，Ginnie Mae通过“过手交易”，把住房抵押贷款的现金流支付给按揭贷款支持证券的投资者，这是最早的证券化。在此之前，抵押贷款支持债券对发行银行具有索偿权，如果银行违约的话，该债券可以进一步对抵押物索偿。“过手债券”的主要特征是它把投资者暴露于提前还款风险之中，美国的住房抵押贷款者一般可以无代价地提前支付固定利率的抵押贷款。提前还款风险是判别按揭贷款支持证券的一个主要因素。人们会因为各种各样的原因提前还款，比如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

搬家，经济环境变化而导致换手率上升。不过最主要的因素是利率下降导致的再融资成本降低，以及月度偿还额的降低（已经考虑了提前还款的费用）。所以提前还款的风险是与利率水平直接相关的。美国住房抵押贷款市场的一个显著特点就是，三大联邦支持贷款机构发起的按揭贷款支持证券的本息支付是受到这些机构担保的。

这将符合联邦贷款机构贷款质量指引的按揭贷款同不符合该指引的按揭贷款——比如规模较大（“巨型”贷款）、贷款价值比过高、借款人信用评级较低或者其它违反贷款质量指引的按揭贷款——区别开来了。按揭贷款支持证券是在合规抵押贷款池的基础上发行的；其它信用证券在信用危机中损失惨重，而按揭贷款支持证券却并没有那么惨痛的经历，这是因为损失是由购买非合规住房权益贷款支持证券和商业抵押贷款支持证券的银行和投资者承担的（见图 8.3）。



直至 20 世纪 80 年代中期，过手抵押债权市场促进了抵押担保债券（the Collateralised Mortgage Obligation，CMO）的发展。通过抵押担保债券可以把按揭贷款组合的支付划分为一系列不同的类型，各个类型承担不同的提前还款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险。美国按揭市场的这些发展改变了投资者美元计价债券的投资组合构成。按揭贷款支持证券（Mortgage－backed Securities，MBS）占据了投资组合的大部分份额。与此同时，提前还款风险的出现大大增加了投资组合的复杂程度，也为其他领域中与此相关的更加复杂的产品创新提供了模版。在这些新领域，不存在类似于 MBS 信用质量指引的规定，缺乏透明度，贷款决策的责任意识不强，这些都大大削弱了最初模版的有效性。

专栏

按揭贷款支持证券在实现投资目标中的作用

承担提前还款风险的按揭贷款支持证券已经成为许多机构投资者的主要投资品种。投资者只是为了实现未来的投资目标，并没有考虑是否把按揭贷款支持债券的投资组合作为投资的核心。然而，大部分投资者会放弃他们的“安全天堂式的最低风险投资策略”，为了获取超额收益而承担提前还款风险。按揭市场发行者的收益显而易见。它增强了流动性，拓展了融资渠道，这都降低了借款人的成本。截至 2008 年底，发行在外的美国按揭贷款支持证券大约为 5.1 万亿美元，而同期发行在外的美国国债为 6.4 万亿美元。

投资者把国债替换为按揭贷款支持债券，承担了提前还款风险，给之前的低风险投资策略带来了不确定性。如果长期利率下降，购房者将会为他们的按揭贷款进行再融资。这就表现为按揭贷款支持债券的提前偿还，这将会使得债券无法获得既定收益，因为提前偿还所得将要以较低的利率进行再投资。在这种情况下，按揭贷款支持债券应该没有国债表现良好。相反，如果长期利率比预期要高，购房者更愿意保持他们现在较低的按揭贷款支付额，提前还款的风险则比预期更低。换句话说，承担提前支付风险的按揭贷款支持债券，在投资需求弱的时候提前还款风险大，在投资需求强的时候提前还款风险小。它反映了在实现长期投资目标的过程中，动态风险不匹配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了弥补这些不利特点，按揭贷款支持债券的投资者获得了一个保险溢价，这是比传统债券（通过恰当的调整来确保可比性）较高的一个额外收益。这是借款人必须支付给投资者的溢价，来换取在贷款到期之前提前偿付的权利。这个保险溢价构成了按揭贷款投资者收益的一部分。

前面描述的现象被称为"负凸性（negative convexity）"，对投资者也并不构成吸引力。但是，对于将来支出时间并不确定的长期投资者（例如，退休时间不确定的个人和到期期限不确定的基金会）而言，通过投资按揭贷款支持债券而引入"负凸性"因素，并不会增加实现未来投资目标的不确定性，而且可能因为额外的溢价收入而减弱了这种不确定性。

图 8.4 通过巴克莱资本全债指数比较了美国按揭贷款债券和美国国债的表现。图中的斜线表示收益相同的美国按揭贷款债券和美国国债。在这条线以上说明该月份按揭贷款支持债券收益超过了可比的美国国债；这条线以下的月份中美国国债表现更好。

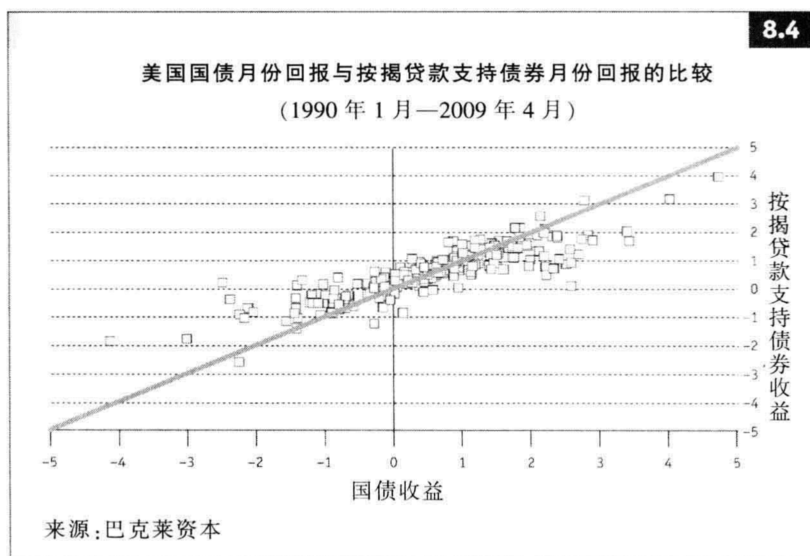


图 8.4 表明在国债表现良好的月份里，按揭贷款支持债券的收益往往落后；当国债价格下跌时，按揭贷款支持债券指数表现则经常会好过国债指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的表现。

表 8.7 巴克莱资本全债指数主要构成部分的收益和波动性（1990 年 1 月—2009 年 8 月）

	在巴克莱资本全债指数中的权重（2009 年 3 月，单位%）	几何平均数（%）	标准偏差（%）
巴克莱资本美国全债指数	100.0	7.1	4.1
巴克莱资本国债指数	35.3	7.0	4.7
巴克莱资本按揭贷款支持债券指数	38.1	7.2	3.3
巴克莱资本信用指数	22.8	7.4	5.7

权重和不为 100 是因为不包含商业按揭贷款支持证券和资产支持证券。
来源：巴克莱资本

表 8.7 比较了巴克莱资本全债指数主要构成部分 1990 年以来的表现。它表明，平均来讲在这 19 年中合规按揭贷款支持债券确实比其它美国债券多支付给投资者一个投资溢价，而且也具有较低的绝对波动率。

按揭贷款支持债券在投资组合中的权重应取决于对按揭贷款支持债券溢价期望的分析，它的不确定性，还有它与投资者及其他投资的关联性。进一步地说，由于按揭贷款支持债券代表了一种系统风险承担，而国债（具有合适的到期期限）则是一种"安全天堂式"投资，那么国债与可能提前偿付的按揭贷款支持债券（作为一种风险资产）之间的比例确定则应该取决于投资者的风险容忍度，而不是市场指数的构成。

资产支持证券和担保债务权证

20 世纪 80 年代在合规按揭贷款市场出现的这些创新促进了 20 世纪 90 年代初期买方和卖方共同创新的发展，进而一系列金融资产，包括信用卡应收款项、飞机租赁、新兴市场国家贷款和次级抵押贷款等，都实现了证券化。这些创新与早期的耗费时间精力的银行贷款购买、销售和分配活动相比，速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度更快成本更低。资产支持证券（Asset－backed Securities，ABS）是基于贷款池发行的，而不是合规住宅按揭贷款或者合规商业按揭贷款。凭借按揭市场的发展，资产支持证券在20世纪90年代后增长迅速。证券化的主要动力是银行资本充足率的监管要求和部分投资者对所持资产信用质量的追求。无论如何，这些市场的创新为投资银行提供了一条盈利途径。

在信用紧缩时期，新证券的发行会枯竭，但是已经证券化的存量部分以及“段（tranched）”信用将会重新交易，并且也不再保持历史利率。一旦这些市场重新开始交易，它将会具有较低的杠杆率，较高的透明度，对基础贷款的管理将更有效。

这个市场上充满了缩写词。表8.8通过列举一个担保债务权证的实例，给出了这个市场的基本结构。

表8.8　担保债务权证结构举例

资产				负债					
种类	规模（百万美元）	收益率（%）	合同利率支付次数	类别	评级	规模（百万美元）	超过Libor（4.5%）的基点数	利息收入/利息费用（百万美元）	收益率（%）
贷款	400	8.0	32	A级	AAA	300	25	14.3	4.8
				B级	A	30	75	1.6	5.3
				C级	BBB	30	180	1.9	6.3
				股权级	未评级	40	na	10.3	25.7
				汇总/平均值		400		28.0	7.0
				说明：费用				4.0	1.0

来源：作者举例

这种安排是很简单的。一个资产池（比如一个公司贷款组合）从银行的资产负债表转移到一个特殊目的机构（Special Purpose Vehicle，SPV）。SPV的负债由各种“段”的债券表示，不同“段”的债券反映了对公司贷款组合收回的现金流权益的不同优先级。SPV委托一个著名的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用评级机构给这些“段”的债券评级。较高级别“段”的债券被评为AAA级至A级，可以优先获得现金流支付。在每个付款期，只有高级别“段”债券的支付需求被满足后，剩余款项才会用来支付中级别“段”的债券，最后才是低级别“段”的债券。风险最高的“股权级”债券只有在其他“段”债券的支付需求满足后才能获得剩余款项（不要被它的名字误导，担保债务权证中的“股权级”债券代表了高杠杆债券，而不是普通股）。

在这个例子中，如果基础贷款每年支付8%的利息，管理费总共是1%，短期市场利率（伦敦同业拆借利率，或LIBOR）是4.5%，并且没有违约和支付中断，那么股权级债券一年的收益率将会是25.7%。然而，如果每年从银行贷款获取的收益率减少2.6%以上，股权级债券的投资回报就会是负。在SPV发起的开始阶段就会保留一定量的资金来吸收初始损失。

根据基础按揭产品的不同，这些担保债务凭证（CDOs）有时被称为债券抵押证券（Collateralised Bond Obligations，CBOs）或贷款抵押证券（Collateralised Loan Obligations，CLOs）。美国住房抵押贷款的对应工具就是住房抵押贷款证券（Residential Collateralised Mortgage Obligation，CMO）。如果按揭贷款符合联邦按揭贷款机构贷款质量和规模指引的规定，那么投资者就只承担按揭贷款提前付款的风险，而不承担购房者违约所导致的信用风险。

同时期获得高速发展的还有信用衍生产品，交易者通过信用衍生产品买卖特定信用风险头寸，并对信用风险进行组合。这大大有利于投资组合管理、对冲基金，并至少在理论上便于银行以各种名目管理它的信用风险。信用衍生产品现在是固定收益组合中的主要组成部分。

信用衍生产品主要有以下三种：

◎信用违约互换（Credit Default Swaps，CDS）。在信用违约互换中，寻求保护的交易方支付一个固定的费用。一旦发生违约，交易的另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一方（承保方）则支付约定的金额。

◎总收益互换（Total Return Swaps，TRS）。在总收益互换中，一方支付某一特定投资的收益，而另一方则按照某参照利率，如 LIBOR 进行支付。

◎信用期权（Credit Option）。信用期权就是实实在在的一个期权。期权的购买者支付一个固定的费用给期权的出售者，作为交换期权的购买者拥有按照约定价格买入（如果是买入期权的话）或者卖出（如果是卖出期权的话）特定信用的权利。

信用危机爆发之前，信用衍生产品获得了惊人发展。1999 年签署的标准化交易合约促使市场流动性实现了突破性增长。据国际互换和衍生品协会估计，在 2009 年中期发行在外的信用衍生产品合约名义价值约为 38.6 万亿美元（2007 年此值为 62.2 万亿美元）。

在信用紧缩之前创新是无止境的。合成 CDOs 是从衍生产品中进一步创造出来的，可以在市场指数中使用。合成 CDOs 具有传统 CDOs 的特征（比如具有 AAA 级的高级别“段”，也具有股权级“段”），也拥有一个特殊目的机构来持有基础资产。但是合成 CDOs 并不实际拥有基础资产，它通过衍生产品获取头寸。这些头寸被重新打包称为合成 CDOs 的各个“段”。

国际债券和货币对冲

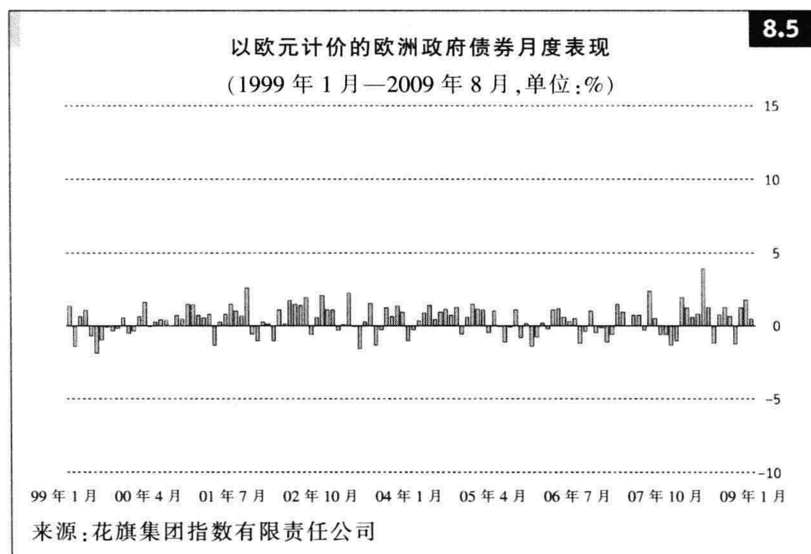
对于所有的投资者而言，外国政府债券提供了一条分散收益率曲线风险的多样化途径，也增加了在本国政府债券基础上提高收益的机会。只要货币风险得到有效控制，对外国货币的交易本身也是一个获利途径。不然的话，这一特殊投资将会因货币的波动而遭受损失。

货币风险是可控风险。同样它也是一个较大的风险，如果没有恰当处理，它将会导致一年内损失（或收益）20% 以上。货币对冲是在国际投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

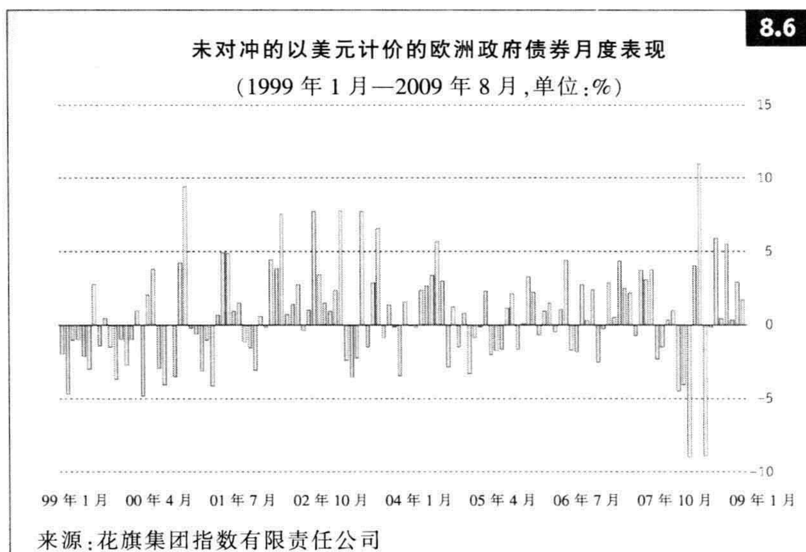
资中管理货币风险的一种方法。对货币对冲的一个直观理解就是投资者将一定量的本币（比如美元）存入银行，并借入同等金额的外国货币（比如欧元）来为国外投资融资。投资者的投资收益将会是以外币计价的国外投资收益，加上美元（国内货币存款）的利息收入，再减去欧元（外国货币债务）的利息支出。

一个更常用的描述是这样的：外国货币风险可以通过外汇对冲，即投资者按照合同约定以现在的汇率在将来某个时点出售外国货币而抵消掉。合同允许两国利率差异的存在。基本上，这种合同的期限是 1 个月或 3 个月。到期后进行续期，并且根据需要调整以反映基础投资价值的变化，从而确保资本的升值额（或缩值额）同样被对冲掉。

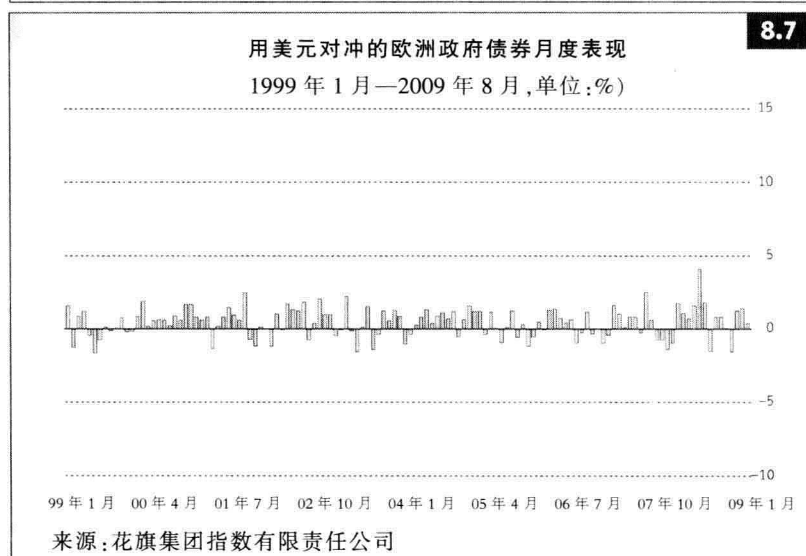


来源：花旗集团指数有限责任公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：花旗集团指数有限责任公司



来源：花旗集团指数有限责任公司

它是如何实现的？

货币对冲是很有意思的，它一方面可以管理货币风险，另一方面使许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际投资的波动率显著降低。图 8.5、图 8.6 和图 8.7 利用欧洲政府债券向我们展示了这点。图 8.5 展示了以欧元计价的欧洲政府债券的月度表现。图 8.6 中，相同的投资转化为美元计价，同时没有对外汇风险对冲，则收益的波动大大增强。图 8.7 与图 8.5 非常相近。这说明只要货币可以远期交易，无论何时何地对冲高质量的投资级债券都可以显著地降低收益波动性。对于那些波动性较低的投资，比如高度分散化的高收益债券基金和对冲基金，对冲货币风险的做法仍然是有益的。但是，如果基础投资是不具流动性的（见下文），那么就很难进行对冲了。在波动性高的市场上，比如股市，货币对冲可以调节投资收益，但是对收益波动性的作用效果就弱些。

它的成本是什么呢?

外国货币对冲中可能产生如下三类成本：

◎交易成本。外汇市场是世界上流动性最强的市场之一，主要货币的合约成本和续期成本都很低，一年才几个基点。但是需要注意是否存在额外的交易成本，久而久之使得对冲不再具有吸引力。对于间或遭受流动性危机的货币而言，外汇市场远期交易的买卖价差——用来反映短期利率差异，在市场危机是会急剧扩大。这将会显著增加这些货币的对冲成本。因此，投资者不能简单地用在危机时可能丧失流动性的货币进行对冲投资。然而，欧洲投资者投资美元计价的新兴市场债券，可以把债券理解为需要对冲成欧元的美元头寸。

◎现金流成本。货币对冲往往带来有规律的现金流。它反映了基础交易中产生的货币损失或收益需由对冲交易抵消的部分。在投资者看来，对冲交易产生的收益或损失一般比较明显，而国外投资所产生的外汇收益或损失则一般不太明显。当投资本身流动性不强时——比如，一个美国投资者为他的欧元私募投资进行美元对冲，而美元相对于欧元贬值。当美元贬值时，贬值就表现为对冲交易的资金支出（关于外汇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险和低流动性投资的讨论参见第 11 章）。外汇对冲尤其适用于高流动性的投资，比如政府债券。对于低流动性的投资而言，对冲产生的现金流则往往表现为一种成本。

◎机会成本。它往往与反悔风险相联系。所谓反悔风险，就是指对一项国际投资进行了对冲，但随后货币的走向表明不对冲更有利。在这种情况下，投资者会对对冲交易进行支付，并认为“对冲交易使我损失……”。在产生这种想法时，投资者需要反省下自己进行对冲交易的原因。

有时在国际股权投资中，对冲可以实现完全平衡（见第 7 章）。但是根据经验，有些国际投资如果没有被对冲就不应该进行。对外国债券的投资就是一个明显的例子。更进一步，大多数的对冲基金策略是要对货币风险进行管理或者把外币对冲成投资者的本币。这是因为把债券或者对冲基金暴露于无管理的货币风险中会改变原有投资的收益特征，这将会削弱该投资在整个投资策略中的作用。如果投资者喜好国外债券市场并喜欢外币，他可能会问：“为什么要对冲?”这是因为货币波动造成的损失要比债券市场造成的损失大，这些风险头寸应该被视为外汇头寸而不是债券市场头寸。

怎样进行外汇预测?

中央银行，理论上应该完全把握货币市场信息，但有时也不得不承认它们并不知道应该如何预测汇率。事后看来有些汇率仅仅是对特定方向的跳转。但是预测却从不如此简单。投资者所做的风险最大的事情之一便是给汇率下赌注。这最终会演变成倾其所有的赌注，这使得所有风险承担都毫无意义，除非它们包含一定的投资策略。这是因为外汇市场是极具波动性的，平均而言期望收益为负。然而，只要投资者拥有有眼光、有能力的投资团队，风险管理使得可能损失的风险在投资者的承受范围内，那么恰当的外汇风险管理对于任何一个投资策略都是十分重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 对冲基金

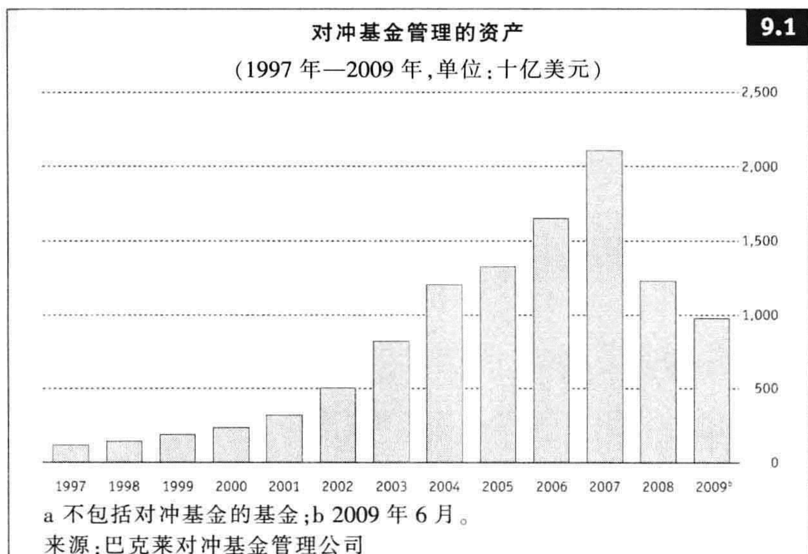
在信用紧缩前的十年中，对冲基金管理的资金有了飞速增长。在20世纪90年代早期，对冲基金是进取型私人投资者（enterprising private investor）和对冲基金管理者本身管理资金的附属工具。然后它们迅速在养老保险、养老基金和保险公司中流行起来。据巴克莱对冲基金公司，一个对冲基金行业研究和数据库的提供者估计，2007年后期对冲基金管理的总资产达到峰值，超过2.1万亿美元；由于负收益和投资者赎回的双重作用，该值下降了超过50%，到2009年3月只有不到1万亿美元。个人客户占到了赎回者的大部分，这使得剩余的对冲基金投资者中机构投资者和个人投资者较为平衡。

对冲基金可以吸引这么多的资金是因为自从它们20世纪90年代开始出现，对冲基金指数的表现（以及许多进行多样化投资的对冲基金投资者的投资经历）说明对冲基金比股票市场具有更低的波动性更高的收益率。在2008年之前的15年中，越来越多的投资者被对冲基金所吸引，越来越多的专业人士从投资银行，从资金管理公司跳转到这个行业。几乎每个投资银行、每个资金管理公司都遭受了人才的大范围流失，对冲基金成为这一时期在全球银行部门和投资机构之间转移风险的领军者。

在2008年情况变糟了，对冲基金和它的投资者在2008年11月受到重创，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前一直保持较低波动性的瑞信/Tremont 权益市场中性对冲基金指数（Index of equity – market – neutral hedge funds compiled by the respected Credit Suisse）在该月下降了 40.5%。其它指数提供者的指数值下降不多，但是瑞信/Tremont 对冲基金指数包括了三家与麦道夫投资证券公司（Madoff Investment Securities）大额欺诈相关的联结基金（feeder fund），这三家对冲基金的资产迅速被核销殆尽。2008 年改变了许多投资者和投资顾问对对冲基金投资的看法。



对冲基金管理的资产
（1997 年—2009 年，单位：十亿美元）

a 不包括对冲基金的基金；b 2009 年 6 月。
来源：巴克莱对冲基金管理公司

什么是对冲基金？

对冲基金是较少受到运营限制的私有企业制投资公司。他们的投资策略可以相近也可以不同，但是都可以划入同一类别。对冲基金一直以来都很少受到监管，虽然它的头寸变化迅速。所有的对冲基金都有类似的薪酬结构，使得在基金表现良好时对冲基金管理者可以获得可观的收益。然而，当基金表现不好时，基金管理者就不能从该基金获取理想的收益，基金管理层的稳定性就会被削弱。对冲基金的其他三个特征分别是：对冲基金管理者的较大部分净资金也投入到他们自己管理的基金中；他们在投资组合中持有短头寸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的能力；以及围绕他们基础投资头寸的各种秘密。对冲基金的目的是获取额外正收益，而不是盯住一个股票或债券市场指数，这也是它的一个独特之处。大多数对冲基金的基础投资都不具流动性，这意味着对冲基金的投资策略并不适合于短期投资者——投资者仍然记得2008年为了保护其他投资者的利益许多对冲基金延迟交割。

系统性回报和风险的其他来源

对冲基金提供了一系列的风险和收益来源。其中有一些与“只做多头（long－only）”的股票债券组合直接相关，试图通过降低组合的市场回报的波动来减弱对管理者技能的依赖。但是这些基金仍然面临市场风险。20世纪40年代末出现的对冲基金的最初原型即今天所称的长短仓持股基金（long－short equity funds）。

但是其它基金提供了新的获利机会，比如把市场的波动视作投资机会并对其变动趋势进行买卖。也有些基金利用市场效率进行套利交易，包括兼并套利、统计套利（利用市场的短期变化）、固定收益和可转换债券套利。这些基金所采用的“另类贝塔（alternative beta）”策略中并不存在与“只做多头”策略相对等的专门技能和市场时机选择等内容。这反映了系统性回报的一个来源，虽然对冲基金业通常使用的“套利”这个词并不意味着这些策略是低风险的（见下文）。相应地，商品交易顾问（Commodity Trading Adviser，CTA，同样管理期货基金）也采用不同于“只做多头”的交易策略从系统性回报中直接盈利，而这些系统性回报看起来似乎应该是支付给提供商品市场流动性的“只做多头”投资者的。

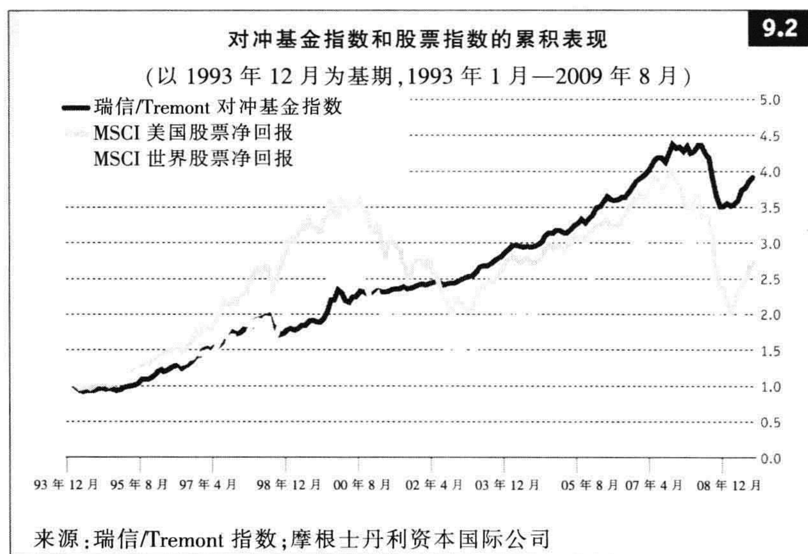
在这些领域中，对冲基金提供了风险转移和流动性便利，而这些服务在早些时候要么不是系统性的，要么就是由商业银行提供的。在信用紧缩之前，银行急于把这些风险传递给对冲基金，从而使银行的业务扩张不因法定的资本充足要求而受到抑制。对冲基金提供这些服务时需要较高的技术手段，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者从这些服务中获取的收益则可能来自于承担风险的市场回报。这都依赖于市场的流动性和稳定的监管环境，这在2008年尤为明显。

"对冲基金真能实现对冲吗?"

图9.2表明自20世纪90年代起，对冲基金行业指数（净收费）总体比美国和全球股票市场指数（扣除各项费用前）的表现要好，同时也具有较低的波动性。在多样化投资的对冲基金中能够获取更高的经风险调整的收益，这是这些基金的主要诱人之处。



来源：瑞信/Tremont 指数；摩根士丹利资本国际公司

这是投资者在2000年—2002年熊市期间达成的共识，那时对冲基金指数比股票市场指数表现好得多。这为接下来五年中对冲基金行业的飞速发展打下了良好基础。不过2008年对冲基金仅仅比崩毁的股票指数的收益高一点点，这并不能让投资者满意。虽然在2008年有五分之一的对冲基金公布的收益为正，但是当年的惨痛经历使得投资者只留下了如下印象：对冲基金或许可以帮助分散股票市场风险，但是它们本身也是风险资产而不是一个避险港。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这并不是新发现。私人客户和机构投资顾问一直秉承这样的国际惯例：对冲基金代表了一种多样化方法，但是它不能完全规避股权风险。对于那些把对冲基金视为风险资产的投资者而言，2008 年的经历证实对冲基金在提供额外收益的同时也确实可以缓释股票市场风险。

许多股权对冲基金管理者根据市场趋势的变化调整他们的基金头寸：在市场上涨后增加头寸，在市场下跌后减少头寸。2000 年—2002 年的熊市长得不正常。那个经历可能误导投资者期待对冲基金可以对冲股票市场逆转的风险。在 2007 年—2009 年间，信用紧缩导致去杠杆化和资产销售，对冲基金管理者是否应该考虑采取不同的措施。卖空的限制进一步使市场情形恶化。最后导致几乎所有的对冲基金单价暴跌，这反过来又引发大量投资者，特别是私人投资者变现手中资产。采用非流动性策略的对冲基金损失最为严重。表 9.1 展示了 1994 年对冲基金综合指数设立以来，各个熊市期间该指数的表现。这些数据表明投资对冲基金或许可以减弱市场风险，但并不能消除市场风险。

表 9.1　1994 年以来股票市场危机期间对冲基金和固定收益证券的表现

（美元总收益的百分比变化）

	MSCI 美国 300 家大公司指数	MSCI 全球指数	MSCI 新兴市场指数	巴克莱资本美国中期国债收益率	巴克莱资本美国长期国债收益率	瑞信/Tremont 对冲基金指数
2008 年 10 月	-16.2	-18.9	-27.4	0.7	-3.3	-6.3
1998 年 8 月	-14.3	-13.3	-28.9	2.0	4.5	-7.6
2002 年 9 月	-10.8	-11.0	-10.8	1.9	4.2	0.1
2001 年 2 月	-10.4	-8.4	-7.8	0.9	1.7	-0.6
2009 年 2 月	-10.4	-10.2	-5.6	-0.4	-1.0	-0.9

来源：巴克莱资本；瑞信/Tremont 指数；摩根士丹利资本国际公司

对冲基金收益数据的质量

对冲基金数据的质量曾经引起了人们的广泛讨论。麦道夫骗局（Madoff scandal）又把这一问题推到人们的面前。本章所采用的对冲基金数据来自于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瑞信/Tremont 数据库；2008 年以前的数据，尤其是采用股票市场中性策略的对冲基金数据将会因为麦道夫基金提供的虚假数据而在一定程度上夸大收益。瑞信/Tremont 指数衡量了按照股票市场中性策略进行投资的瑞信/Tremont 组合样本中每一美元的收益表现。其它指数提供者则取用符合他们指数要求的所有基金（不论规模大小）的平均收益。

对冲基金表现的讨论焦点在于公布的指数往往夸大投资者的真实情况。表 9.7 就给出了一个实例，该表展示了股票市场危机时期固定收益套利基金（fixed - income arbitrage fund）的表现。根据瑞信/Tremont 指数，在 1998 年 8 月，即按照股票市场中性策略进行投资的最大的对冲基金长期资本管理公司（Long Term Capital Management，LTCM）暴跌的当月，采用相同投资策略的对冲基金平均每一美元的收益为 -1.5%。而同一个月长期资本管理公司的资本损失为 44.8%。因为长期资本管理公司是一个操作十分隐蔽的机构，它并不愿意向投资者之外的人公布基金的表现，所以对冲基金行业数据中并没有纳入该公司基金的收益情况。对冲基金表现数据库中的基金数据部分是由对冲基金自愿提供的，所以指数的涵盖面并不是很全面。这就使得新的投资者更易受到历史上表现良好的对冲基金数据影响。

1998 年 8 月的例子充分反映了这种不完整的统计报告对对冲基金指数有效性的影响。然而，某些基金数据的持续缺失并不构成指数夸大真实表现的理由。一些人认为若持续缺失的数据是历史上收益良好的对冲基金，那么指数表现比事实差则是可以理解的。其实数据问题也能导致指数偏差。其中之一就是新发行的对冲基金往往是在收益良好的时候开始决定报告收益数据（差的收益可能根本不会被报告）。不过，向数据库报告数据并不意味着一定被纳入指数；为了消弱误差，一个对冲基金最初几个月的报告数据是不被纳入指数的。

对冲基金指数确实因为“幸存者偏倚”（survivor bias）的存在而使报告的结果高于对冲基金投资者的真实感受。另外，投资者根据对冲基金收益记录作出新的投资决策，这一行为本身也常常（除了采用纯粹消极投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(purely passive strategies) 的投资者) 会造成上文提到的"向上偏差"，这是因为投资者不会新投资之前表现差的基金。但是，投资者不应该仅仅依靠对冲基金的过去的表现来进行投资决策。制定投资决策关键看将来的期望收益(包括收益来源)，即新的投资与投资者其它资产收益的关系，以及投资者能否正确评估收益来源和风险来源。理解这些比获取对冲基金历史数据更有利于投资者作出决策。

如何激励对冲基金管理者?

对冲基金管理者的报酬多少对于我们理解投资者对对冲基金管理者的期待和需求是非常有帮助的，同时也有助于评价是否有足够多的投资价值留给了外部投资者。

基金管理者的投资技巧和能力是很难评判的。投资者的资金被用来区分投资技巧和运气的效果，不过有时外部条件的好坏往往冲销投资技巧的效果。

这充分暴露出投资者利益和对冲基金管理者利益的不一致性，这种"委托——代理"问题也常常存在于其他投资关系中 (见附录 2)。在对冲基金中，对冲基金管理者和投资者利益偏离的程度随着特定基金收益的增加，对冲基金管理者财富的积累而改变。这种情况下，对冲基金管理者往往变得很保守，并不想拿他们已经投入到基金的财富冒险。这将会导致对冲基金的经营策略稍稍偏离根据其历史表现所指定的目标。此时，对冲基金通过增加新的投资策略实现投资组合风险的分散化；或者仍采用原来的单一策略，但减少风险承担额。

对冲基金费用是否过高?

投资者要时时关注对冲基金费用。单个对冲基金的费用标准通常是"2 和 20"，即每年收取投资价值的 2% 作为基本费用 (base fee)；只要收益为正且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过之前定的“高水准”或最好表现，那么则收取收益的20%作为收益费用（performance fee）。2009年费用有所降低。值得注意的是，除了所谓的“高水准”外，在收益费用支付之前一般并不存在一个限定收益率。这意味着即使对冲基金的收益低于国债收益，“2和20”费用仍然可能是要支付的。虽然给收益低于国债收益的对冲基金支付收益费用十分怪异，但这确实是和约中的例外条款所规定的。一个有趣的事实是在2008年之前的繁荣时期，一些投资于高新企业的对冲基金收取高达未来正收益50%的收益费用。

这种费用结构迫使对冲基金管理者追求正收益。甚至在2008年之前，也有对冲基金到期时损失惨重，这一方面是因为已有投资者失去信心而赎回基金，另一方面则是在收益费用获取希望比较渺茫时，对冲基金管理者缺乏足够的动力去激励自身以及其他员工。在这种情况下，他们宁愿设立一个新的基金而不愿意等待老基金的收益弥补损失后获得收益费用。这是一个“自我实现”的过程（self－fulfilling prophecy），因为投资者也认为对冲基金管理者将会按照这种方式对待表现较差的基金。

虽然在2007年－2009年金融危机期间费用结构有所调整，但是这种费用结构已然使得费用高得足以减弱（但不是消除）投资对冲基金的吸引力。正如第5章所讲，权益投资相对于十年期国债的合理溢价是4%，而国债相对于现金的溢价为1%。按照“2和20”费用结构，如果对冲基金投资者想要获得和消极的权益投资策略相同的费后收益，那就意味着投资者需要将超过国库券收益（费前）的40%—50%部分支付给对冲基金管理者。对于对冲基金而言，加上额外费用，这一比例将会更高。这占据了各账目的很大份额。

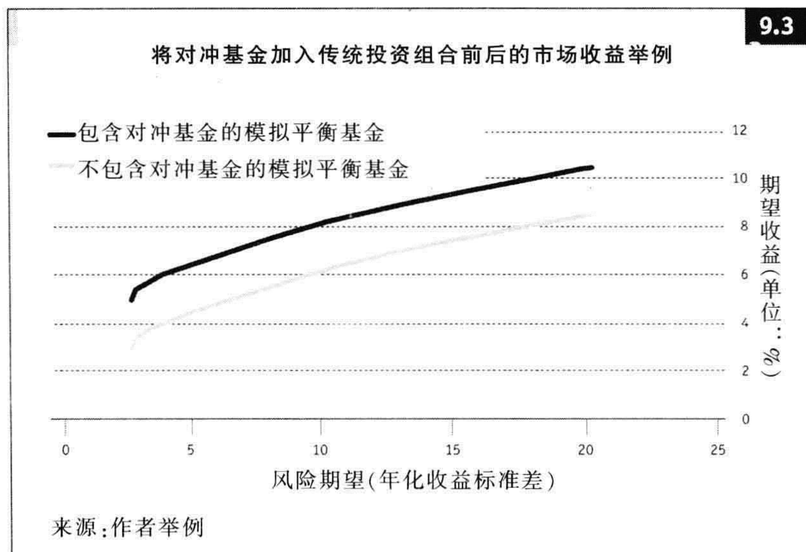
投资技巧对于对冲基金回报的重要性

迄今为止，查尔斯·马凯（Charles Mackay）的著作《大癫狂：非同寻常的大众幻想与全民疯狂》（Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds）中最长的篇幅仍然是“炼金术师”（the archymists）。几百年来，炼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

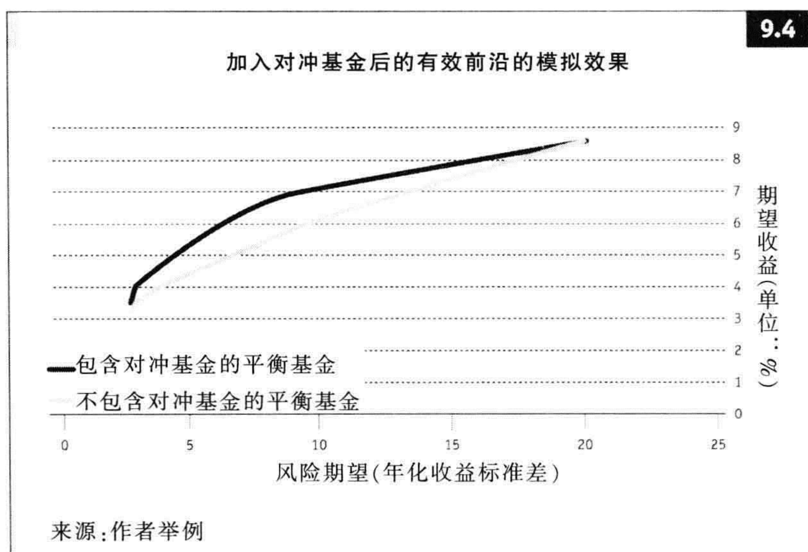
金术师紧紧抓住了欧洲人追求破解魔法石（可以将金属变成金子而创造大量财富）秘密的心理。希望会不断地萌发，对冲基金市场上的有些东西就像是炼金术师的各种蛊惑。

图9.3给出了一个例子，第158页表9.2表明将对冲基金加入投资者的组合中会产生积极作用，因为所有不同程度的风险承担，包括零风险承担都获得了更好的风险调整收益。



历史上有许多这样的例子表明将对冲基金加入原先只有股票、债券和先进的投资组合中可以获得更有利的收益。这并不意味着无风险投资的收益将会提高。但是对冲基金加入风险组合后，分散化可以提高期望收益。图9.4展示了对冲基金的加入是如何有效前沿（efficient frontier）的。这里假设对冲基金和股票、债券市场不相关（事实上，它们是具有相关关系的），所有的投资收益符合标准正态分布（对冲基金收益比股票和债券收益更不符合这一假定）。然而，分散化确实是对冲基金吸引人的重要因素。事实上，对于可以成功抵消大部分极端收益的风险获取可观分散化收益的完全结构化的对冲基金策略而言，有效前沿看起来就像是图9.4所展示的那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大量的研究和实践经验表明在管理传统投资组合过程中缺乏有效技巧。所以很难判断哪个管理者会在将来表现更好。

不过，对冲基金赋予了管理者更广阔的空间去施展他们的技能；当然，他们也需要学习拥有新的能力。对冲基金带来的自由来自于相对“只做多头”投资而言更少的限制。首先就是通过借贷建立杠杆头寸的能力。其次是建立短头寸的能力，投资者可以从看空中获得收益（“只做多头”的管理者将会错失许多为客户获利的机会）。原先“只做多头”的管理者变成对冲基金管理者后会惊奇地发现，因价格下跌而受损的大额传统投资组合头寸转变为相对风险较低的小头寸，而由于价格上涨而受损的对冲基金短头寸则成为风险更高、敞口更大的头寸。这些额外的灵活性需要更高的风险管理能力以及后端操作技巧。然而，掌握对冲基金管理技巧要比管理“只做多头”的资产复杂得多。对冲基金策略的不透明性又增加了它的难度。

高超的管理技巧是产生诱人收益的唯一因素，这种观点是十分错误的。对冲基金的表现是管理技巧、杠杆率和市场收益的综合反映。有时由对冲基金头寸产生的市场收益可以用更低的成本获得，只要消极地投资权益或信用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场即可。无需为获取这种收益而支付对冲基金费用。然而，也有其它的市场收益是不能通过传统的投资策略来实现的，它代表了对有价值服务的报酬。各种对冲基金策略提供了大量的增进流动性的风险转移的服务，但是它们在2008 年却严重失灵了。

对冲基金策略的种类

随着市场发展变化的加快，对冲基金的分类也迅速地不再适用。一个比较传统的宽泛分类是依据对冲基金是采取“定向策略”还是“非定向策略”划分的。一个类似的现代分类法把对冲基金分为两类：采用“权益风险”投资策略的对冲基金和采用“另类贝塔”（alternative beta）投资策略的对冲基金。这种分类方法提醒投资者，许多对冲基金投资策略是“只做多头”权益（或信用）投资策略的替代，而“另类贝塔”策略更是提供了风险和收益的新来源。不过这样的分类都很粗略，并且在2008 年这些策略大部分都直接或间接地受到了信用紧缩、市场流动性蒸发和卖空限制的重创。定向投资策略或“权益风险”投资策略一般包括权益长短头寸投资策略、新兴市场投资策略、宏观投资策略和廉价债券（distressed - debt）投资策略。“另类贝塔”策略则包括套利投资及相关价值对冲基金投资策略（该策略试图从意外的证券定价错误中获利）。

“套利”的一个狭义定义是特指利用不同市场中相同证券或相同风险暴露的不同价格而获利。然而，正如第 6 章所讲，存在各种壁垒阻止低风险的盈利性套利，包括赋予相似所有权的两证券之间的套利。套利在对冲基金投资中广泛地被用来形容抵销头寸的行为：大多数时候对冲基金管理者应该相似的投机头寸提供合理的对冲。实际上存在各种风险因素能够削弱套利这种对冲基金策略的功效，所以套利并不意味着该投资策略是低风险的。

对冲基金市场的规模

表 9. 2 展示了根据巴克莱对冲研究（BarclayHedge），各类对冲基金中资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金的直接投资权重。据估计，在 2008 年 12 月共有 1.9 万亿美元投入对冲基金，其中有三分之一是通过对冲基金的基金来进行投资安排的。基金的基金管理者承担选择单个对冲基金管理者的责任并管理对冲基金安排的风险。1.2 万亿美元的资金是由投资者直接投入对冲基金的。同样在 2008 年 12 月，有 2060 亿美元的资金新投入到拥有商品交易顾问（Commodity trading advisors，CTAs）的管理型期货计划（managed futures programme），该计划一般并不归为对冲基金，但是它们与对冲基金具有直接可比性（参见第 171 页）。这些数据与 2007 年底对冲基金行业的峰值相比下降了 40%。在 2009 年的前几个月，对冲基金业进一步收缩。

表 9.2　对冲基金管理的资产（2008）

	十亿美元	%
所有对冲基金	1，233	
对冲基金的基金	691	
种类		
可转换套利	14	1.1
廉价债券	103	8.4
新兴市场	153	12.4
偏好多头策略	120	9.7
权益多空策略	181	14.7
只做多头策略	60	4.9
股票中性策略	28	2.3
事件驱动型	144	11.7
固定收益型	77	6.2
宏观	76	6.2
兼并套利	26	2.1
多策略	154	12.5
其它	27	2.2
特殊部门	70	5.7
汇总	1，233	100.0

表 9.2 表明，根据巴克莱对冲研究，投资者直接投入对冲基金的资金中，23% 投向了股票对冲基金，12% 投向新兴市场基金，15% 投向固定收益和廉价债券基金，13% 投向多策略基金，12% 则投向事件驱动型基金。历史数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表明，在2008年之前的年份中，越来越多的资金份额被投给了新兴市场基金和多策略基金。长期数据说明，虽然在过去几年中人们对CTA基金的兴趣有所回升，但商品交易顾问管理的对冲基金和全球宏观对冲基金曾经的主导位置已经不复存在。

直接策略

全球宏观型（global macro）

在20世纪90年代的初期，宏观基金是对冲基金中的主导类型。在过去的二十年中随着其他类型对冲基金的发展，它的重要性开始减弱。

宏观基金可能使用杠杆来拓展投资机会，实现对私人公司、股票或债券市场、商品以及货币的投资。它的投资工具不仅包括具有高流动性（也可能具有高杠杆率）的货币、有价证券和期货产品，也包括私人股权和贷款等不具流动性的投资。历史上，投资银行也可以实现这么宽广的投资范围，但是没有任何一个投资工具可以达到宏观基金的企业风险分散程度。对冲基金的表现取决于管理者的决策：市场头寸的改变意味着这种头寸可能不具持续性，宏观型对冲基金与股票市场的较低相关性（见表9.3）也并不能带来满意的收获。宏观型对冲基金的灵活性使得它有时可以分散股票市场风险，有时却会放大风险。宏观型对冲基金投资者也许只有到市场震荡时才会明白这个道理。

表9.3　1994年以来股票市场危机时对冲基金的表现（美元收益的变化率）

	摩根士丹利美国300家大公司指数	瑞信&Tremont全球宏观型对冲基金指数
2008年10月	-16.2	-5.1
1998年8月	-14.3	-4.8
2002年9月	-10.8	0.8
2001年2月	-10.4	1.0
2009年2月	-10.4	0.2

来源：瑞信&Tremont指数；摩根士丹利资本国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权益对冲、多空策略和权益市场中性策略

(Equity hedge, equity long /short and equity market neutral)

一般人们认为对冲基金起始于阿尔弗雷德·琼斯（Alfred Jones）20 世纪 40 年代末创立的合伙企业。它在今天可以被称为是多空策略式基金或权益对冲式基金。它持有低估的股票并卖空高估的股票，这样它受市场波动的影响就降低了，更加依靠于管理者技能。

采用多空策略的对冲基金一般都持有股票市场的正头寸，也被视作是定向投资策略基金。表 9.4 证实了这一点，该表表明在 1994 年—2008 年间，多空策略式对冲基金管理者表现指数与美国股票市场指数的关联度是 0.65。进一步地，这些对冲基金所产生的收益特征表明它们所卖空的股票往往是容易买卖高市值股票或者指数期货合约，而它们所买入持有的股票则往往是缺乏流动性的小公司股票。这种特点给许多对冲基金带来了独特的系统风险因素，这些对冲基金具有更多的小公司（相对于大公司而言）收益表现的杠杆头寸。

表 9.4　特定策略的对冲基金与美国和新兴市场国家股票市场的相关关系（1994 年 1 月—2009 年 7 月）

	摩根士丹利美国 300 家大公司指数
多空策略	0.65
全球宏观	0.25
管理型期权	-0.16
短头寸偏好	-0.74
	摩根士丹利新兴市场股票指数
新兴市场	0.79

来源：瑞信 &Tremont 指数；摩根士丹利资本国际

采用多空策略的对冲基金往往比传统的只做多头的投资组合缺乏多样性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一部分多空策略式基金追求中和市场风险暴露，试图尽可能提供仅仅反映管理者股票选择能力的投资收益。这被称为股票市场中性，它只占权益对冲基金的一小部分。

卖空和偏好短头寸的管理者

卖空管理者卖出他们认为将会降价的股票，同时他们估计这些股票可以在将来以更低的价格买入。这种定向的基金将会在股票市场下挫时收益颇丰。卖空型对冲基金提供保险的效能要取决于它分散化的程度。事实上，在股票市场衰败的月份中，采用卖空策略的对冲基金的平均收益都是正的（见表9.5），尤其以1998年8月的表现（22.7%）最为惊人。这表明那时危机的恶化——当月长期资本管理公司破产，赋予卖空型基金管理者足够的时间来杠杆化他们的资产为市场巨跌下注。这个不寻常的收益在图9.5中可以看到（1998年8月数据已被圈出）。

20世纪90年代和2003年—2006年间的牛市则给纯粹卖空型对冲基金和偏好短头寸（基金是长头寸和短头寸的组合，但是具有很强的短头寸偏好）的管理者管理的对冲基金带来了损失。上一页的表9.4展示了卖空型对冲基金和美国股票市场的相关系数为 -0.74。卖空型对冲基金主要被对冲基金管理者用来降低他们对冲基金组合的整体股票市场风险。实践中，卖空型对冲基金管理的资金量并不大。

“只做多头”的权益对冲基金

这种基金确实存在。它们并不进行对冲但它们却称自己为对冲基金，并且在2007年之前的牛市中，它们代表了对冲基金分散投资的一种方式。该基金拥有大量的股票份额，主要投资小的上市公司或者一些未上市的私人公司。费用安排使得他比其他相近的小额共同基金对基金管理者更具有吸引力。进

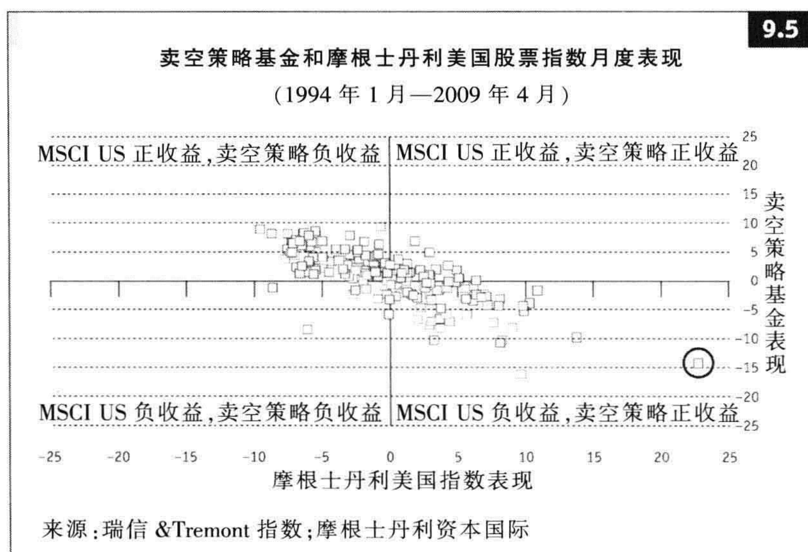
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一步地，它们拥有更多的投资自由度，比共同基金拥有更强的管理“客户退出基金”条款的能力。

表 9.5　1994 年以来股票市场危机时期权益型对冲基金的表现（以美元计价的总收益）

	摩根士丹利美国 300 家大公司指数	摩根士丹利美国 1750 家小公司指数	瑞信/Tremont 短头寸偏好型基金指数	瑞信/Tremont 股票市场中性型基金指数	瑞信/Tremont 多空策略基金指数
2008 年 10 月	-16.2	-21.6	9.7	-1.8	-7.1
1998 年 8 月	-14.3	-19.6	22.7	-0.9	-11.4
2002 年 9 月	-10.8	-7.4	8.1	0.0	-0.5
2001 年 2 月	-10.4	-7.3	8.3	0.9	-2.4
2009 年 2 月	-10.4	-11.9	3.2	-5.6	-1.3

来源：瑞信 &Tremont 指数；摩根士丹利资本国际



来源：瑞信 &Tremont 指数；摩根士丹利资本国际

新兴市场对冲基金

正如该对冲基金名字所说，新兴市场对冲基金主要在新兴市场发掘投资机会。它们进行股票和债券的定向投资。在这些新兴市场中买卖股票可能并不自由。改变市场风险头寸的一个方法是通过借入资金构造杠杆，或者通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有现金缩减风险头寸。对冲基金管理者之间的铁话表明新兴市场对冲基金投资组合的风险管理一直以来都是极具挑战性的。它们的表现往往与新兴市场股票的表现具有很强的相关性（见表9.4和表9.6）。

固定收益对冲基金：廉价债券

“廉价债券”很容易让人想起濒临破产公司的债务。这是专营廉价债券的对冲基金的传统投资领域。该类对冲基金还包括一些类似私人债务基金（private debt funds）的对冲基金。投资者面临双重风险：一是基础投资的风险；二是基金的杠杆率和流动性风险。这类大型基金与大型的私募基金（见第10章）具有许多共同点。对于投资者而言，基础投资很容易充斥着低廉、充分分散化并且高收益的公司债券基金。而廉价债券基金却具有更高的杠杆。

表9.6　1994年以来股票市场危机时期新兴市场对冲基金的表现

	摩根士丹利全球指数	摩根士丹利新兴市场指数	JP摩根新兴市场债券指数	瑞信/Tremont新兴市场指数
2008年10月	-18.9	-27.3	-13.8	-13.6
1998年8月	-13.3	-28.9	-28.7	-23.0
2002年9月	-11.9	-17.5	-6.7	-8.9
2001年2月	-11.0	-10.8	-3.7	-2.0
2009年2月	-10.2	-5.6	-1.2	-2.1

来源：瑞信&Tremont指数；JP摩根；摩根士丹利资本国际

表9.7　1994年以来股票市场危机时期固定收益类对冲基金的表现

	摩根士丹利美国300家大公司指数	巴克莱中期美国国债指数	巴克莱长期美国国债指数	瑞信/Tremont固定收益套利指数	瑞信/Tremont廉价债券对冲基金指数
2008年10月	-16.2	0.7	-3.3	-14.0	-5.7
1998年8月	-14.3	2.0	4.5	-1.5	-12.5
2002年9月	-10.8	1.9	4.2	-1.1	-0.3
2001年2月	-10.4	0.9	1.7	0.5	1.9
2009年2月	-10.4	-0.4	-1.0	1.0	-1.2

说明：参见文中关于1998年8月固定收益套利表现的内容。
来源：巴克莱资本；瑞信&Tremont指数；摩根士丹利资本国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，廉价债券基金却和高收益共同基金完全不同。首先，对冲基金管理者可能是向被投资公司提供贷款的银行家。他们比高收益公司债券基金管理者更了解所持有的资产，对公司治理也更具影响力。其次，对冲基金可以给投资者设定一个锁定期（2008 年又增加了许多限制赎回的条款），从而获得时间优势，并且可以更好地控制基金资金的流进和流出。这使得廉价债券对冲基金比高收益债券共同基金更具投资优势。

套利策略

在信用危机之前，套利对冲基金策略通常使用高杠杆，并持有低流动性资产。危机使得这种对冲基金陷入困境。大量的套利对冲基金倒闭，存活下来的套利对冲基金开始采用较低水平的杠杆率，并按照银行的要求支付较高的保证金。

固定收益套利

固定收益套利策略通过管理利率敏感头寸，利用固定收益工具定价的差异获利。固定收益套利基金分别在密切相关的固定收益市场或证券上建立长短头寸。如果用来抵消的头寸是相近的替代品，那么可能会用到杠杆，当然在危机中杠杆水平被大大消减了。短头寸通常是高流动性的，而长头寸则可能缺乏流动性。虽然对冲基金关于信用价差是变大还是变小的预期水平是相近的，但通常如果信用价差变小，采用这种策略就会获利，反之亦然。

兼并套利

兼并套利（有时简单地称为“风险套利”）基金给“只做多头”股票的投资者的意外风险（unsought risk）提供了保险。当故意兼并或收购的消息公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布开来，目标公司的股票价格就会向收购公司的股票价格靠拢。它的新股价格往往比现金出价低（除非较高的出价可以预测）。折扣的数量反映了出价成功的概率，以及利率的影响。兼并套利基金通过买入目标公司的股票并卖出收购公司的股票来给收购失败做保险。除了对冲基金杠杆率限制和卖空限制可以影响基金表现，兼并收购策略同样易受两类风险的影响：公司的特定风险可能导致兼并失败；股票市场的严重下滑可能导致兼并条款的重新议定。与其他难以分散化的保险安排相似，兼并套利对冲基金提供一个稳定的现金流，同时也面临小概率的巨额损失风险。

表 9.8　1994 年以来股票市场危机时期套利对冲基金的表现

	摩根士丹利美国 300 家大公司指数	瑞信/Tremont 可转换套利对冲基金指数	瑞信/Tremont 风险套利对冲基金指数	瑞信/Tremont 固定收益套利对冲基金指数	瑞信/Tremont 事件驱动型对冲基金指数
2008 年 10 月	-16.2	-12.6	-3.1	-14.0	-5.1
1998 年 8 月	-14.3	-4.6	-6.2	-1.5	-11.8
2002 年 9 月	-10.8	1.4	-0.6	-1.1	-0.2
2001 年 2 月	-10.4	2.1	1.5	0.5	1.6
2009 年 2 月	-10.4	0.8	0.7	1.0	-1.1

来源：瑞信 &Tremont 指数；摩根士丹利资本国际

可转换套利

据称在 2005 年初，对冲基金持有大约四分之三发行在外额度可转换债券，这反映了在当时可转换套利策略是多么流行。因为它们赋予投资者将债券转换为股票的额外权利，所以可转换债券支付较低的票息（或低收益）。可转换债券使得投资者可以在股价上涨时直接获利，股价降低时仍能获得债券的收益。它为对冲基金提供了一个利用特定公司股票、权证、债券和可转换债券定价差异来获利的机会。

理论上讲，这些策略可以获得稳定的利润。但是低流动性却可能导致套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利收益最终获取之前，异常情况的影响被放大。如果投资者因为基金的不良表现大量赎回，基金的被迫销售行为将会进一步恶化它本身的收益表现。2008 年，这一效应被保证金要求提升所导致的头寸削减和卖空限制大大放大，最终导致可转换套利策略的空前损失。不过，对冲基金提供了利用价格差异进行套利的工具，谨慎的长期投资者应该是可以获得套利收益的。

统计套利

大量的套利策略被对冲基金管理者应用于多策略基金。这包括利用（并纠正）大额交易对证券价格的短期影响而获利的流动性套利交易。历史上，另外一种交易利用的是某公司股票进入或退出某广泛应用的市场指数时对该股票价格的明显正负效应。随着越来越多的资金开始追逐这一交易，它的获利能力就下降了。这两种统计套利交易表明对冲基金可以通过降低短期偏差的程度来提高市场效率。同时它们也证实了偏差收益被大量资金所追逐，导致后来者只能获得很少的收益。

多策略基金

在对冲基金行业刚刚兴起的时候，大型对冲基金往往拥有不止一个的投资组合，管理者按照各自不同的投资策略来管理他们自己以及他们投资者的风险。这使得对冲基金承担起了在不同策略中分配资金的责任。多策略基金越来越对对冲基金的基金形成竞争，这是因为多策略基金风险管理和决策比较集中，费用也较低（收益费用是基于策略组合而不是单个策略）。

多策略基金包含了一些大型对冲基金。有些对冲基金拥有公司金融方面的专家，这就便利了参与公司收购交易和收购型基金（buy－out）管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品交易顾问或管理型期货基金

商品交易顾问提供了一种非常有意思的绝对收益策略。他们的投资范围囊括期货、期权和外汇市场。商品交易顾问的主体是系统交易者，他们在期货市场上进行为期几天到几个月的农产品、工业金属和稀有金属、货币、政府债券以及股票指数的定量交易。这些资产都具有较高流动性并易于估值。一些投资者对于系统商品交易顾问不透明的模型化（黑箱）的投资不太放心。一个担心就是各公司基于模型的高质量定量分析可能无意地判定出相同的趋势，从而导致商品交易顾问管理的基金在单个期货合约上的过度集中。依靠管理者的主观判断来决定交易时机的商品交易顾问，他们所管理的资产在2008 年仅仅占到商品交易顾问管理资产总量的5%。

表 9.9　1994 年以来股票市场危机时期多策略对冲基金的表现（以美元计价的总收益）

	摩根士丹利美国 300 家大公司指数	瑞信/Tremont 多策略对冲基金指数
2008 年 10 月	-16.2	-6.9
1998 年 8 月	-14.3	1.2
2002 年 9 月	-10.8	0.8
2001 年 2 月	-10.4	0.2
2009 年 2 月	-10.4	0.1

来源：瑞信 &Tremont 指数；摩根士丹利资本国际

CTA 策略往往需要大量的统计分析，所以通常它们表现出很强的分散化特征，并且当其他对冲基金策略在股票市场危机中表现不佳时，它却具有超常发挥的潜质。在股票市场低迷时期，CTA 管理的基金表现与其他对冲基金的表现很是不同（参见下页的表 9.10）。除了纯粹的短头寸策略，对冲基金数据表达出的最重要的信息就是对冲基金并没有为不佳的股票市场表现提供短期保险。不过，相对而言，CTA 却提供了对冲。在 2008 年，瑞信 &Tremont 管理期货指数上涨了 18.3%，而股票综合指数的收益却是 -19.3%。当然，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这并不意味着这种情形将会继续，单个 CTAs 的表现也是很不相同的。

CTA 基金在提供可交易的多样化资产中的作用类似于商品指数头寸，在信用紧缩之前，商品指数上涨强劲，很受机构投资者的欢迎。表 9.10 表明在股票市场低迷时，平均而言，CTA 管理的基金表现好于道琼斯美国商品指数。但是，投资商品指数的投资者可以直接收获指数表现，而基金表现的分散性意味着单个 CTA 基金的表现可能与 CTA 管理者指数的表现大大不同。

有各种理由可以解释 CTA 策略针对股票市场的下挫所提供的保险。在股票市场损失惨重的少数月份中，CTA 管理者却能获得相对较好的表现可能是由于运气。或者更可能是由于 CTA 策略所采用的模型可以分辨出股票市场变动趋势的改变，于是 CTA 可以给股票市场进行保险，并利用趋势的变动获利。有时这种做法很有效，但有时股票市场遭受的是突然冲击，此时 CTA 也无能为力。

表 9.10　1994 年以来股票市场危机时期管理型期货基金（CTA）与商品指数的表现

	摩根士丹利美国300 家大公司指数	瑞信/Tremont对冲基金指数	瑞信/Tremont 管理型期货基金指数	道琼斯美国商品指数总回报率
2008 年 10 月	-16.2	-6.3	5.0	-21.3
1998 年 8 月	-14.3	-7.6	10.0	-6.3
2002 年 9 月	-10.8	0.1	4.1	3.8
2001 年 2 月	-10.4	-0.6	0.2	-0.4
2009 年 2 月	-10.4	-0.9	-0.2	-4.4

对冲基金的风险

对冲基金的风险存在与对冲基金投资的各个方面。由于对冲基金大都不受监管，投资者需要仔细考虑这其中的潜在风险。一些对冲基金欺诈的案例早已为人们所熟悉，而一些对冲基金行业的企业特征、家庭手工业特征使得它们更容易发生问题。2008 年底暴露的金额达数万亿美元的伯纳德·麦道夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资证券公司（Bernard L. Madoff Investment Securities）欺诈案，大大震惊了世人，因为作为专业的投资证券公司不容易发生如此大的欺诈。该事件促使人们认识监管的必要性，同时也使许多私人客户意识到要改变以往根据朋友推荐、历史数据和表面的声誉来选择对冲基金的方法。

严格的尽职调查是很难进行的。许多投资公司避免与麦道夫进行交易，在麦道夫欺诈案发生后许多报告都强调应该采用一个彻底的尽职调查程序。纽约普拉茨堡州立大学（Plattsburgh state University）的金融学教授格雷格·格雷戈里（Greg Gregoriou）和洛桑高等商学院（HEC business school in Lausanne）的金融学教授弗朗索瓦·塞尔·拉比唐（Fran ois – serge Lhabitant），在 2009 年 1 月发表的的“麦道夫：领跑者的骚乱”（“madoff: a riot of red fags”）一文中对此进行了阐述。这些报告为后来的对冲基金研究者提供了有用的培训材料。比如，他们不能因为联接型基金（feeder fund）聘请全球知名的审计机构就放松警惕；而应该关注投资管理公司的审计机构（如麦道夫公司的审计机构居然是只有两个人的公司）。至少在最近的几年，尤其是私人投资者对对冲基金行业的信息会逐渐降低。与此同时，虽然全球政府对银行的救助为对冲基金创造了许多机会，但 2008 年后对冲基金监管的加强则是必然的。

操作风险

近年来对冲基金业的迅猛发展，以及关于对冲基金风险和良好做法方面的行业报告缺乏实质内容，暴露出对冲基金良好做法方面的欠缺和紧迫性。然而，投资者不能想当然地认为对冲基金具有较高的管理水准。由于操作风险往往是造成对冲基金瞬间倒闭的主要原因，操作风险应该是对冲基金尽职调查过程中的一个重点关注点。投资者应该注意到，由于对冲基金收益费用的激励效应使得基金的倒闭率较高，使得对冲基金很难维持持续经营。根据瑞信/Tremont，在 2008 年大约有 19% 的对冲基金关闭，而 1994 年以来的年度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均数为8%。因为对冲基金都有在基金表现不佳的一段时期后关闭基金的动机，对冲基金的投资者或者他们的顾问应该时刻想到更换对冲基金管理者。当然，这至少在时间和精力上增加了投资对冲基金的成本。

低流动性对冲基金投资和长通知期问题

许多对冲基金发现非上市公司或低流动性投资具有较高的盈利机会。典型的例子包括向投资级公司提供私人贷款，或者买入廉价债券，以及非上市公司股票或低流动性的公司股票。这些都是机构投资公司期待去开发的投资机会。

然而，2008 年，对冲基金行业中长期存在的弊端暴露出来了：基础投资的低流动性与频繁的赎回机会之间的不匹配问题。对冲基金买卖过程中的定价错误往往导致基金参与者财富的不恰当转换。在 2008 年，这些问题导致了大范围的基金赎回限制，因为对冲基金当时无能力也不愿按照原定计划交割。在 2009 年 3 月，瑞信/Tremont 估计有 17% 的对冲基金（按资产）是“不健康的”，它们对基金赎回设限或者暂停赎回，或者冻结了投资者在单个组合中的难计价（hard - to - value）资产。这表明低流动性对冲基金的投资者不应该拒绝，实际上是应该要求承担能够合理反映对冲基金潜在的低流动性的前期赎回罚金（随着基金自然增长）。投资低流动性资产的对冲基金具有较长的锁定期，看起来不灵活的赎回安排，或者较高的买卖价差，对于投资这些基金的投资者是有利的。

谎言，该死的谎言与对冲基金风险数据

低流动性对冲基金同样存在其他问题。任何非上市资产投资的价格都是一个估计值。估计值的变化无可避免地会落后于真实的市场价格变化，也比市场价格平滑的多。这意味着如果投资者可以按照估计值进行基金交易，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么当他们有理由确信估计值低于或高于市场的真实价格时，投资者就会进行基金买卖。

另外，估计值比市场价格的波动性低。这意味着月度估计值的波动率不能够用来作为风险策略的指引。因为估计值的价格数据更为平滑，使用估计值计算所得的风险较低而风险调整的收益较高，这就会导致数据失真（比如夏普比例，见附录1）。估计值可以提供有价值的管理信息，但是使用时要格外小心。

有大量的文献研究的是非流动性问题和对冲基金收益的内在平滑性，以及这些对对冲基金风险度量的影响。它们对主要问题重要性的认同以及关注流动性不足的对冲基金策略的方式上是一致的。这些方面包括廉价债券策略、可转换套利策略、事件驱动型策略和新兴市场策略。那些基本不受价格平滑现象影响的测量往往是具有流动性的策略：长短头寸策略、宏观策略、偏好短头寸策略，特别是CTA或者管理型期货基金策略。

包含较大比例流动性不足资产和私人投资的核心基金价格指数按照某种精确程序进行估值时，往往会传递出错误的风险收益信息。在私募股权投资中，会出现类似的问题，基础投资的估计值提供了管理信息，但它们并不是交易价格，真正的收益表现是由初始投资、分配给投资者的现金，以及时间因素计算所得的内部收益率衡量的（见第10章）。

私募股权基金不能提前赎回，必须持有到期。只要存在私募股权基金的二级交易市场，就不需要设置基金的大额退出条款。例如，私募股权基金的投资者会感到惊讶，如果他们每月都收到依据诸如标准偏差或夏普比率等风险指标测算的风险投资或私募股权组合的收益数据。但是在对冲基金领域中，即使基金组合包含了大量的流动性不足的投资，这种情况也很平常。更有用的并能够衡量风险的收益指标，如最大损失值，测算了基金负收益的程度并能减弱平滑性估值的负效应。

投资者需要注意的另一个问题是价格平滑的组合以及对涉及期权或保险溢价（这些并不在定期的不良表现中反映）的投资策略的追逐。克利福

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德·埃斯内斯（Clifford Asness）在2004年写到：

> 将滞后的盯市价格与暗含的期权结合起来可以得出较高的夏普比例，但是可能会造成未来组合数据更加失真。

这些广泛使用的对冲基金风险指标的缺陷早已被人们所知晓，但是却并不影响它们在对冲基金实践中的作用。法国的尼斯－里尔高等商学院（EDHEC），在2008年做了一个关于对冲基金表现和风险报告标准的调查，结果表明只有5%的对冲基金对具有平滑特征的对冲基金收益进行了调整，大部分的对冲基金并不知道如何计算具有非正态收益特征的对冲基金风险。相反，对冲基金认为使用易于计算的夏普比率非常便利，但其实夏普比率只有在特定条件下才有效，而这些特定条件往往并不适用于对冲基金。

“完美风暴”与对冲基金风险

短期资本经营者（money managers）往往把不寻常的差收益归咎于低概率事件的影响。这在对冲基金投资中更是常见。那些被对冲基金管理者成为万年一遇的事件是如此频繁地发生。2008年，市场流动性的枯竭和卖空限制使得对冲基金的决策过程看起来并不重要，危机的冲击使得所有的努力都是徒然。但是，极端事件中涉及对冲基金投资的比例却大得惊人。

第6章中的两个汽车行业的事件恰恰证明了这一点。在这两个事件中，对冲基金发现他们误以为自己对头寸进行了充分的对冲，而实际上他们采取的措施却是相反的。在2005年的例子中，对冲基金就认为通用汽车的股票价格被高估而债券过于便宜。但不幸的是，在一个战略投资者声明增加对通用汽车投资的同时，评级机构调低了通用汽车。这导致通用汽车股票和债券的价格都向对冲基金预计的相反方向发展。2008年发生了一件类似的事情，当人们获知保时捷汽车实际拥有大众汽车的股份要远远大于预期时，大众汽车

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票价格开始降低。通用汽车事件被一家对冲基金（不幸遭受损失）称为“八个标准差事件”，即只要市场按照假定的模型条件运行，就不会发生的事件。然而，导致对冲基金不良表现的“坏消息”的频繁出现，反映出了许多对冲基金策略的某些特征，这些特征是投资者应当真正了解的。对冲基金经常被比作投资保险安排，它们在大多数时候提供稳定的收益，这就好像收到保费，但是正如保险公司有时必须进行偿付，对冲基金也面临着巨额损失的风险。

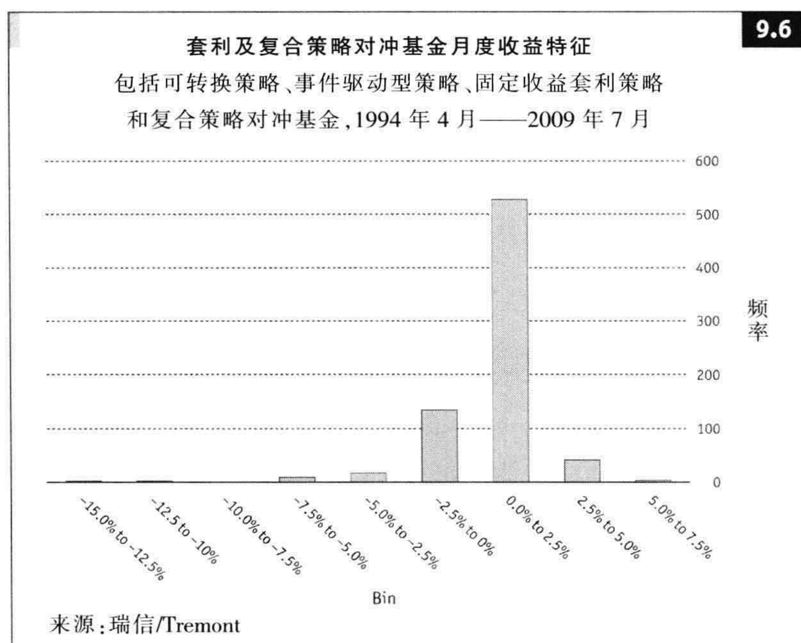


图 9. 6 展示了瑞信/Tremont 统计的采用复合策略和套利策略的对冲基金月度收益情况。它形象地表明在大多数情况下这些对冲基金组合都能获得适度的正收益，但是偶尔也会出现较大的负收益。

左尾收益反映了保险类型投资安排的可预测的月度不良收益；如果把月度收益波动率作为未来收益范围的一个简单指标，那么这个左尾收益结论就显得有点奇怪了。提出经风险调整收益的标准测量方法的诺贝尔经济学奖得主比尔·夏普（Bill Sharpe）在 2005 年 8 月发表于《华尔街日报》上的一篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

文章中讲到："过去的平均收益是预测未来收益的一个很糟糕的指标"。一些对冲基金策略使投资者承担类似保险事故的风险，从而向投资者提供可观的系统性收益，作为收益的特征在这些基金中尤为普遍。

管理投资者风险：对冲基金的基金作用

只要平时具有可观的收益进行补偿，投资者就应该接受可能出现的偶尔的极端损失。有时甚至需要通过整体的资产配置来尽量抵补风险。更常见的是通过不同对冲基金投资策略的组合来管理风险，并确保对冲基金的资产配置符合投资者的整体风险偏好，或者至少达到令投资者满意的水平。

对冲基金的基金管理者承担着调控基金组合结构的职能。对冲基金的基金管理者具有两大作用：一是投资组合结构和整体投资风险的管理；二是对冲基金管理者的尽职调查。在本章的末尾列出了对冲基金尽职调查过程中应该涉及的一些问题。已知投资对冲基金将面临较高水平的操作风险和声誉风险，一个对冲基金的基金安排将会是对冲基金投资新手的不错选择。顺着对冲基金的基金管理者的工作，投资者可以清晰地看清楚专业的对冲基金风险管理是什么样子的。截至 2008 年底，在约 1.9 万亿美元的对冲基金投资中有近三分之一是通过对冲基金的基金实现的。

投资者需要确保他们所使用的尽职调查是彻底有效的。但是经常出现的却是：令人吃惊的投资收益、操作意外以及投资者对他们的尽职调查小组讲到"我原以为你们应该已经核对过了"。这些风险应该通过对冲基金的基金安排来缓释。然而，实现它却也是有成本的。尤其是，它需要跨越在已经十分昂贵的结构上面再征收额外的费用的障碍。

你应该为配置你的对冲基金支付多少费用？

你不需要也不应该向对冲基金配置任何资金，除非你认为可以通过对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金安排实现你的其他投资计划。为权益投资的缩小版本支付较高的费用是没有必要的。相同的投资效果可以通过现金和股票的组合更加便利地实现。既然投资对冲基金，那么对冲基金应该具有获得其他途径无法获得的收益的额外技能或方式。

相对于对冲基金投资而言，基金的基金策略的一个普遍缺陷就是它忽视了投资者投资策略中随处可见的投资风险。对冲基金收益和风险的特征中有一些与其他的投资方式相似，有一些却很独特，到底向对冲基金配置多少资金确实是个难题。对应地，问题的关键在于投资者希望如何配置不同的系统性风险。于是人们就以下问题展开了激烈的讨论：即倾向于将基金组合分散为多个风险类型的对冲基金的基金管理者的做法是否得当。比如，一些对冲基金策略（如权益型对冲基金）面临股票市场风险和管理者技能风险双重风险，而当投资者选择传统股票管理者时也会面临这双重风险，所以这两种策略在风险和收益机会方面是可替代的，或者说是竞争的。对于进行专项投资的对冲基金，如采取新兴市场战略和信用市场战略的一些对冲基金，这个原则也是适用的：做出投资基金决定的同时，还要考虑直接投资新兴市场债券、股票或非投资级公司债券（考虑到多样化因素）的情况。

这种做法是很明晰的，而且很多机构投资者都是这么做的。但它不是唯一的标准。更有趣的是如何向提供不同于股票和债券市场收益与风险的对冲基金配置资金。这是给对冲基金投资者提供各种保险服务的回报，它们大部分是通过不同市场上的流动性和中介服务提供的。这包括各种“替代市场策略”（alternative market beta），也称为套利策略，它们中的每一种都要求很高的管理技能。到底向这些策略分配多少资金取决于它们本身的风险、各种投资的分散程度、以及对该策略真实收益的把握。

这对于投资者而言仍然十分困难，因为这是一个相对较新的领域，尤其是在收益预期方面。然而，人们仍然就某些问题达成了一致看法：

◎不同策略的分散化收益基本上都是显而易见的（虽然并不是在所有时期总能保持如此）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎由于其他市场参与者愿意为这些服务付费，那么假定市场为这些服务提供报酬就是合理的。

◎分散化收益就是用来合理配置对冲基金投资额的必要的额外回报（高于“避险天堂”投资收益的部分）。

这进而产生了两个最终结论：

◎不确定性意味着另类贝塔（alternative betas）的配置出于谨慎的考虑而未完全主导投资者的投资策略。

◎对于大多数投资者而言，这种配置基本是适当的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问卷

对你的对冲基金管理者提问

格雷格·格雷戈里（Greg Gregoriou）和弗朗索瓦·塞尔·拉比唐（Francois－serge Lhabitant）的报告“麦道夫：领跑者的骚乱”（“madoff：a riot of red fags”）为我们提供了一个很好的开端。投资者在考虑各种投资安排时，应该有能力确定“绿旗”而不是“红旗”。

一些基本的指引可以在证券交易管理委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）的网站上找到。经证券交易管理委员会或全国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers，NASD）许可的对冲基金管理者的背景资料可以在它们各自的网站上查询。对冲基金投资者在询问对冲基金负责人或者向自己推荐对冲基金的财务顾问问题时，可以参考以下问题，不过大部分投资者用不着问得这么细。但是，这些问题都是投资者在某些时期比较关注，询问过对冲基金管理者并得到满意答复的问题。

投资与收益

◎请提供对冲基金月度表现的历史数据。

◎请介绍对冲基金的策略以及对冲基金收益的主要影响因素。并解释这与对冲基金月度收益的关系。

◎在此月度收益报告前对冲基金的规模是多大？对冲基金现在的规模又是多少？

◎你是否曾经或正在管理一个具有类似目标的对冲基金？如果是，它的历史表现是怎样的？

◎你如何评价对冲基金的投资是否成功？

◎请描述你所管理的对冲基金是如何应对2008年的市场动荡和监管挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎请分别说明是哪些投资决定导致了你最差的月度收益和最好的月度收益。

◎关于未来的基金管理，你有哪些想法？

◎你认为对冲基金收益与股票和固定收益市场之间有什么联系？

◎是否存在投资策略因素使得对冲基金收益同极端的股票市场收益密切相关？

◎你如何管理极端损失发生的风险？

◎对冲基金的增长潜力如何？它能否继续保持较好的收益？

◎你（及你管理的基金）的良好历史收益是否导致你在未来减少风险承担？

◎你是如何进行研究的？

◎研究在多大程度上影响组合的配置？

经营、管理和评价

◎谁是基金管理者的监管者？如果是证券交易管理委员会，请提供最近的 ADV 报表的复印件。

◎对冲基金的月末估值中有多大比例采用的是第三方定价？

◎已上市证券占对冲基金份额的多大比例？

◎是否存在投资按账面成本计价？

◎对冲基金各部分的比例是否随时变动？

◎请描述非上市投资的情况，并说明它们是如何计价的。

◎这些投资是否平滑了对冲基金的收益？

◎你是否监测每天的净资产价值？此时你如何为非上市投资定价？

◎对冲基金的交割频率是怎样的？是否为新认购者设定锁定期？

◎是否存在延迟赎回的条款？

◎你管理的对冲基金是否在 2008 年 –2009 年间增强了赎回限制？

◎基金赎回需要多长时间？

◎退出罚金是怎样的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎管理者在什么情况下可以变更这些条款？条款变更怎样通知投资者？

◎请介绍在过去 12 个月中的资金流入流出情况。

◎股票（证券）交易清算结果向谁汇报？

◎向投资者提供报告的频率是多少？

◎你如何管理资金流入和赎回？

◎你如何管理对冲基金的交易对手风险？

◎谁是你的基金监管者？请描述他们的职责。

◎谁是你的一级交易商？请描述他们的职责。

◎你的客户面临的信用风险是什么？

◎在卖空交易中你面临的困难是什么？

◎在 2008 年的卖空限制中，你管理的对冲基金受到怎样的影响？

◎卖空限制是否制约了你投资策略的实现？

◎现在你都有多少次失败的交易？

◎这些交易失败的数据是经常性的吗？

◎你如何管理这些失败的交易？

◎定价是在内部进行的还是通过第三方？

◎谁是你的外部审计公司？你最后一次改变审计师是什么时候？

◎请提供对冲基金赎回支付的时间规定。

◎你如何确保在赎回支付中为低流动性或非上市投资合理定价？

◎你是如何实现个人利益与客户利益统一的？

◎谁是对冲基金的创始人或合伙人？他们预计什么时候退休？是否存在既定的安排？

◎请提供相关参考资料。

风险

◎你是如何管理投资风险的？

◎谁负责风险管理？风险管理活动向谁报告？

◎你如何考虑风险模型中内含的缺陷？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎你如何管理投资中的信用风险？

◎你如何管理交易对手的信用风险？

◎你是否针对市场极端情况，比如 1987 年 10 月、1998 年 8 月 -9 月、2001 年 9 月或 2008 年的最后四个月的情况进行压力测试？压力测试的结果是否影响到投资策略？

◎对冲基金所经历的最坏收益是怎样的？

◎为避免类似情况再次出现，对冲基金的投资策略是否有所改动？

◎是否存在某种投资策略因素使得对冲基金发生极端损失的风险较低？

◎这与你的投资策略、赎回条款以及极端事件评估有什么联系？

◎你是否有具体的规定来限制风险承担？请说明。

◎你的杠杆率政策是怎样的？请将这一比率与对冲基金行业中使用的其他限制性比率相比较。

◎对冲基金的风险组合是可预测的吗？如果是，请给出实证。

◎你是否拥有固定的被动投资？

◎你所能预计的最好和最坏收益是怎样的？

◎你在构建投资组合时是怎样配置风险的？

◎你如何保持流动性或者说你如何应对投资者赎回？

◎你如何保持融资渠道的畅通？你如何管理对冲基金投资的流动性？

◎流动性因素是如何影响到你的投资组合构建？

◎你是如何度量流动性风险的？

◎你投资组合的低流动性是否影响到投资者对风险度量的理解？

◎你是如何向投资者报告投资风险的？

对你的对冲基金顾问提问

◎谁监管你的工作？

◎你是否对市场上所有的产品都进行研究和评价？还是仅仅研究评价特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的几个?

◎你是如何获得补偿的?

◎如果我投资你所推荐的对冲基金，你是否从该基金获得介绍费或其他形式的报酬?

◎如果是，它在多大程度上影响你的推荐行为?

◎你的建议是否就是直接投资对冲基金，或者间接投资以对冲基金为标的的工具?

对你的对冲基金管理者提问

◎你如何管理你所推荐或选择的对冲基金组合的投资风险?

◎某只被你选入基金的基金，你是否向该基金收取费用?

◎你是否管理着不向你支付费用的基金?

◎你是否使用杠杆? 如果是，请说明理由。

◎你管理的基础基金中有多少个给投资者设定了赎回限制?

◎你面临的最大的管理难题是什么?

◎你如何管理资金的流入和流出?

◎投资者的资金流动能否影响到你整体的投资配置?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章 私募股权——信息导向的投资回报

虽然有众多的研究课题均对私募股权市场过去以及未来的投资业绩进行了分析，但是即使这些研究的估算是可信的，投资者想当然地认为他们可以赚取收益依然是不可取的。

除非有途径找到富有技巧的投资经理，投资者一般来说应该避免私募股权投资。私募股权获得高收益的关键在于信息，而且投资者必须相信他们的投资经理具备使他们至少获得市场回报的优势。投资于缺乏此类优势的安排会致使投资策略趋于较低的回报率。

私募股权在投资策略中占适当比重是比较简单易懂的。私募股权正如其名。作为股权投资，如果被囊括在投资策略中，则其应组成一个投资者股权投资的一部分。它又是私人的，所以该投资无公开报价，不可变现，进而不适于短期投资者。所有按照投资风格、投资规模以及投资区域等多元化标准对公开报价股权投资的评注同样适用于私募股权投资。然而，由于私募股权投资仅组成一名投资者股权投资的一部分，在私募股权投资组合中搜罗可从私募股权市场上获得的所有多元化投资则大可不必，因为这些投资已然能够在公开交易市场上容易地以比较低廉的价格获得。对于投资者而言，重中之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重在于能够不失偏颇地评估自己找到富有技巧的投资经理的能力并为之驱动。投资者须尽量将技巧的影响与该投资经理过往业绩记录的影响予以区分。经过此步骤，投资者对投资经理的投资方式感到满意之后，再行决定是否进行私募股权投资。接下来即可确定公开和私募股权投资的比例以达到投资者认为合适的多元化水平。

什么是私募股权？

将此市场一分为二地考虑比较有用。其一为创业风险投资；其二为杠杆收购已有企业。

该市场通常还可进一步细分，将创业风险投资区分为种子投资和早期风险资本投资，杠杆收购已有企业则可分为员工回购以及扩张资本。私募股权基金的另一重要领域是为公共部门项目募资和共同筹资。在美国这些企业以 PIPE（private investment into a public entity，投资于公共事业的私人资本）著称；在英国类似企业使用 PFI（private finance initiative，私人主动融资）和 PPP（public private partnership，公私合伙融资）等通用名称。

扩张资本可能采用“夹缝”融资（“mezzanine” financing）的模式，该模式为风险最大的债务义务。在企业不能满足债务相关条款时（该条款通常意味着较高的回报率），相关债务通常有转为股权的选择权。“夹缝”融资对于公司来说是代价高昂的。当现有管理层拥有外部私人资本支持时，譬如，当一个家族企业被出售或者一家大型公司认为某一现存部门不再为其母公司的关键业务部门时，管理层回购即会发生。

杠杆回购（LBO）中的“杠杆”一词指交易的融资方式，该情形下新的私有股权所有者将会杠杆化他们的股权。它将通过如下途径发生，譬如说，通过发行资产抵押贷款，出售高收益债券，或者在贷款或债券条款薄弱时，通过重组公司的资产负债表以使现有负债贬值进而获取较高的收益。一般而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言，侧重利用杠杆正是使得私募股权被认为比公开募股风险更大的主要原因。

自从20世纪90年代后期以来，私募市场发生了一些重大的变化。在2007年—2009年的信用危机之前，众多私募集团成功进行资本募集导致等待投资的资本过剩。同时亦导致私募集团之间的强烈竞争，从而使得这些私募集团收购公司时不得不支付更高的价格，而此举无疑会削弱他们后期的表现。更加激烈的竞争环境还会导致私募集团不得不缩减竞投目标公司之前在尽职调查上所花的时间，也刺激这些集团涉入新的投资领域，其中包括更新将重点置于中等规模的回购，更大规模地接受私募集团之间对私募公司的买卖交易，房地产投资以及接受私募集团附属对冲基金的资助。尤其是私募股权、对冲基金以及房地产基金之间的界限变得模糊起来。

私募股权市场风险

遍布世界各地有各式各样的私募公司，其中绝大多数都规模较小但少数属于大型企业。在信用危机前的数年中，私募股权集团控制投资者资金的发展使得横跨世界各地的不同经济部门中均出现了控制各类私募公司的实体私有工业企业和商业企业集团。

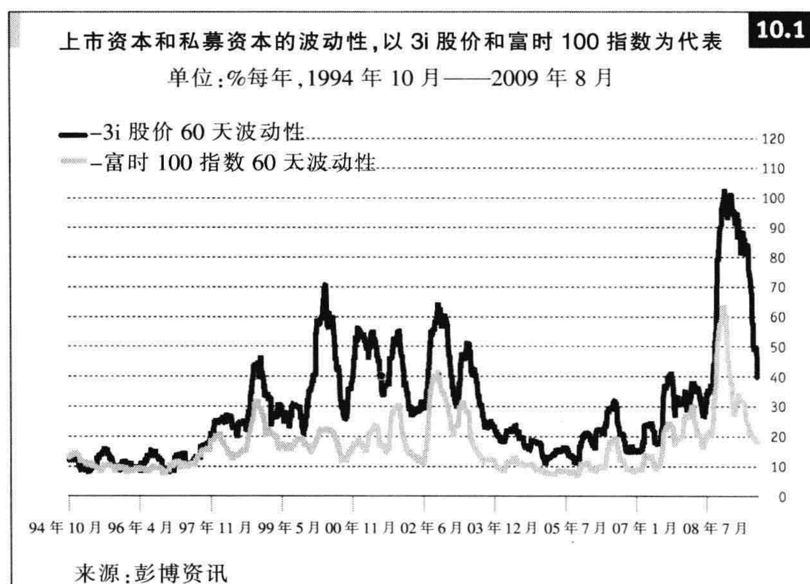
乍看之下，私募公司与他们有竞争关系的上市公司往往相似。然而，这并不意味着私募投资者的风险与股票市场的投资者所须承担风险雷同。首要差异为其非流动性，另外交易部分持有的私募公司股权的难度也远大于上市公司；其次，与上市公司相比，私募公司本质上具有系统性偏向（譬如说，私募公司通常偏向于中小型公司）。不过，有种观点认为其总体价值的固有风险或者波动性应该与上市公司的大体相若。杠杆通常意味着这一看法是错误的。

此观点之一被3i集团（UK 3i Group）的波动性所支持，该公司自1994年始在英国伦敦证券交易所上市，在其后的很多年中是世界上最大的上市公司，其核心业务为管理多元化的私募股权组合。3i股票价格波动性的演进以

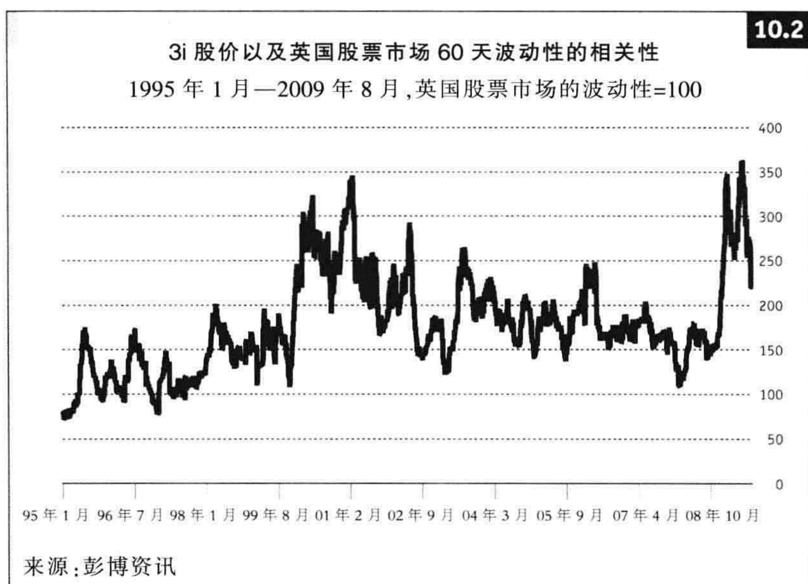
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及英国股票市场的波动性如下页图 10.1 和图 10.2 所示。在 20 实际 90 年代后期 3i 的波动性大约为当时整个英国股票市场的二分之一。之后随着 21 世纪早期股票熊市的到来上述情况发生了改变，该多样化私募股权组合股价的波动性增长为英国股票市场的 2 到 3 倍。

当偏向投资于动荡的技术部门新公司成为许多私募股权基金尤其是风险投资基金的特征时，上述情形反映了许多私募股权投资者的经历。该情况的发生并不出人意料，因为偏向于任何最近的新鲜事总是私募股权的本质特征之一，同时也总是早期风险投资的风险之一。但是如果在 20 世纪 90 年代末风险基金不可避免地察觉到自身暴露在技术公司的头寸过大，或许私募股权基金在信贷危机初始阶段加大杠杆力度就不足为奇，在该阶段流动性以及利用投资组合的能力非常容易。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：彭博资讯

研究者采用了一系列差强人意的方法来处理私募股权市场的波动性。其中包括研究私募股权基金回报的波动性和使用小公司股价指数作为私募基金的代表。

个人风险投资往往取决于较大的股票特定风险以及分散这一风险，风险投资组合则倾向于持有较多头寸（尽管他们可能集中于某一特定行业或主题）而非买断式组合。这一融资结构对杠杆回购投资的风险至关重要。由于该因素，私募股权市场的固有波动性，无论分散化到何种程度，依然很可能显著高于公开股票市场。投资者不应满足于不足以补偿该杠杆的期望回报。而且，简单地支付业绩表现费给利用投资组合毫无意义。任何投资者都可以通过购买股票指数期货合约以最低的成本进行该操作。

然而，分配投资资本的过程需要一些私募股权投资风险的经验法则。如下为一些建议的准则：

◎对于投资者和私募股权组合净利得的一个重大风险是对劣等信息有所反应。除非能获得可靠地信息优势，不要轻举妄动。

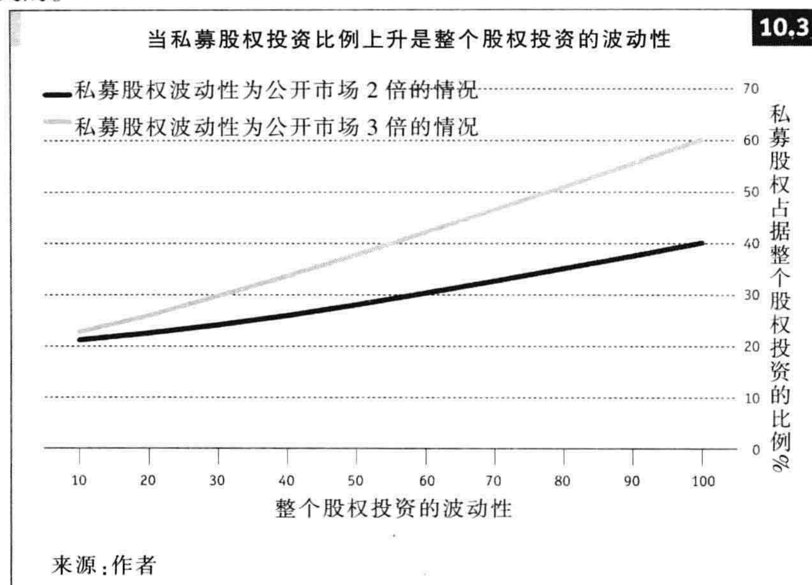
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎一刀切地将资金投入回购和风险资本的基金组合投资方法，在不利的市场条件下，即使在挑选资金投入的潜在公司时使用了非常高明的技巧，也会因杠杆和风险溢价的综合影响受到严重损害。即使在较为温和的市场环境中，投资者需要考虑一个多样化的组合投资安排可能具备哪些信息优势（在有利的市场中，以往业绩最好的那些基金组合投资经理，对大多数投资者而言比较易得。）

◎关于将资金分散地投资于各类基金的组合基金的波动性大约是股票市场的2倍的假设是不合理的。对于一个比较集中投资的方案而言，其波动性为公开市场的3倍的假设也可能采用，但是除非杠杆水平相当高，这个很可能夸大了该投资的内在波动性。

◎迄今为止私募股权代表着公募股权的杠杆化版本，由于该杠杆引致的额外风险，投资者应当要求获得相应的溢价回报。

而且应当将其私募股权投资基准设置为杠杆化的公开市场股价指数。然而，投资者应当清醒认识到回购交易中杠杆的水平和该水平承担的风险是循环相关的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些问题关系重大，因为投资者需要对私募股权所分配的投资比例将如何影响已分配的公开市场额度的风险有一个大致的概念。图 10.3 就私募股权以及公开市场之间的资金额度分配对合并股权组合的波动性如何影响给出了说明。重要的信息就是当投资者分散化投资，假定将其 10% 资金分配给私募股权时，根据这里的假设，将会对整个股权投资组合的波动性产生可以察觉但并非转变式的影响。

上市私人股本

机构投资于私募股权或者风险资本的传统方法是通过回购或者风险投资基金，或者通过投资于这些基金的组合基金。典型情况下，这些方法的最低认购价较高。富裕的人常常通过不那么正式的商业天使安排（见附录 1）接触这些企业，因为只有最富裕的人才有能力预订合作伙伴或者基金。上市私募公司出现在主流股权市场上对获得私募股权头寸提供了另外一条路径。在信用危机前的数年中，这一领域的市场随着私募股权公司如黑石（Blackstone）和 KKR 等的部分私募股权投资业务公开上市得到快速扩展。在英国，全球分散化投资的私募集团 3i 自从 1994 年起即被计入富时 100 指数；在日本，集富投资（JAFCO）自从 2001 年即在东京证券交易所上市。

表 10.1　2009 年 5 月标准普尔上市私募股权指数注的地域分布

	%
美国	50.3
英国	16.9
法国	7.2
瑞典	6.3
瑞士	5.2
日本	4.0
加拿大	4.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

比利时	2.2
荷兰	2.1
中国	1.1
澳大利亚	0.8

注：包括30家满足流动性、公众持股量以及其他标准的最大的30家上市私募公司。
来源：标准普尔

目前全球约有250家上市私募公司。在2008年12月，标准普尔上市私募股权指数中约三分之二的企业是风险资本投资，另外三分之一则属回购。该指数的地域分布明细如表10.1所示，图10.4显示了私募公司全球性指数自2003年以来的累计业绩表现。股票市场和上市私募股权领域的相关性很明显，这是因为私募股权和全球股票市场之间存在杠杆关系。



上市私募股权使得拥有适度资源的私募投资者通过公开市场接触私募投资。同时，它提供了一个市场价格，该价格显示私募股权基金的评估值要么被高估要么被低估了。对净资产评估值的高估或低估标志着进入市场的股价，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并因此可以作为评估基准值使用。

然而，上市私募股权的溢价或折让包含的因素较多。其一为对该公司未来商业发展前景的估值；其二为对该私募股权公司管理层的评估（譬如说，在经济衰退时期管理层是否能够成功地应付相关企业的现金流需求）。相对于评估值而言，上市私募股权公司的股价包含了更多的更新的这方面信息。

另外一个对溢价或折让的影响是，当基金投资者大多数承诺持有该头寸数年的情况下，上市私募股权公司股票的交易双方愿意为其可立即交易的能力支付的价格。当流动性非常难得时（譬如说在信贷危机中），上市私募股权工具以其净资产值折让价交易，因为此时应由卖方支付退出投资的能力价格。而这对信赖标的证券组合的质量和持续发展能力的长期投资者而言可能代表着一个买入的机会。

私募股权组合

私人银行业有个古老的谚语说：你应当集中投资以变得富有（即使冒着一无所有的风险），但是当你变得富有之后，应当分散化投资以保持已经积累的财富。这一观念与行为金融学（见第 2 章）中描述的安全第一以及理想化投资组合一致。私募股权投资即是通过鉴定创业技能以利用信息优势。它并非意味着财务保守。它可能称为一种有效分散化投资方法的部分，但是在该点上它亦明显地形成理想化投资以累积财富的部分。

它导致了如下几个结论：

◎分散化投资组合基金安排很可能将信息优势这一宝贵元素予以分散。

◎如果高杠杆水平贯穿整只基金，固有波动性可能仍然异乎寻常的大，即使高分散化的基金组合也是如此。

◎适度配置资金给少数基金（即使仅指一个团队）是完全可行的，只要对私募和公募股权的综合资金配置合理均衡。

◎私募股权投资的普遍危险是不能随时分散化私募投资。一旦选定优先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安排，在一定时间内维持其对市场的承诺是有意义的，最可能出现的情形是坚守同一个或同一些团队。不然，某一特定时点市场上非常普遍的风险（举例而言，在风险投资中使用高杠杆或者高头寸持有某一特定题材），将不幸地成为投资者投资私募股权的现实经历。

私募股权投资回报

私募股权投资的业绩数据（同私募股权投资风向情形一致）由于私募投资业务价值的市场指标欠缺而不够完善。依赖于鉴定报告的中期评估会使得年度公开报告中发布的业绩趋于平滑。评估价值在为投资者提供关于该项投资进展等重要的管理层信息方面仍然有用。然而，唯一重要的私募股权投资业绩数据是该项投资的内部收益率（IRR）。它综合了投资金额、回收金额以及其间时长。事实上，这些是投资者在进行股权投资（或任何其他私人投资）时唯一确切知道的财务指标。内部收益率是基金和个人投资的标准化回报率，但是须知基金价值评估报告会将尚未实现的投资回报包含在内。

通常行业数据通告的是在某一成绩卓著的年份开始的那些基金的内部收益率。这一信息不能揭示这些回报的波动性，亦不能将其与股票市场表现进行类似比较。这些信息常常在市场资料中予以划分，以显示出那些表现更好的基金经理（比如说，表现好的前四分之一）诱人的业绩，从而意味着选择一个在未来表现属于前四分之一的经理十分重要。每个人都渴望选择胜出者，然而关键在于私募股权投资经理过去的业绩是否能昭示其未来表现。

在共同基金投资中过往业绩的积分排名并不能预示未来排名已成共识。但是在私募股权投资领域长久以来都有“成功可以复制”一说，而且目前越来越多的学术研究表明这一观点可能的确属实。私募经理业绩遇到的问题之一是不可能获得私募股权投资企业的可靠价值，而且将私募经理或者私募基金的业绩与股票市场进行比较十分困难。

解决此问题的方法之一是分配给投资者等额资金，然后将投资于私募股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权基金的内部收益率与同一天投资于股票指数的内部收益率进行比较。2005年发布的学术研究对美国风险经济数据库中的风险投资和回购基金进行了该分析。通过查看1980年至2000年的数据，研究者发现扣除手续费之后这些基金的平均表现与标准普尔500指数大致相符。在不同基金之间以及同一私募团队相继发起的基金之间，好的业绩与坏的业绩分布离散。研究者亦发现新的私募团队的业绩更可能令人失望。

这一研究突出了本章前些章节强调的主题的重要性。首先，平均而言私募股权投资者并没有获得足以补偿私募股权投资涉入的新增财务杠杆的额外收入；其次，经理业绩的可否持续很重要，因为投资者需要说服自己他们能够识别表现在平均水平以上的经理。技巧是必不可少的。投资者不能通过被动的市场匹配策略从股权投资的市场回报中获利，故而除非他们能够找到技巧高超的经理他们甚至不应期待市场平均水平的回报。如果没有有技巧的经理，投资者注定表现不佳，除非在某段时间，他们恰好有足够的好运。

专栏

私人投资、成功交易和估值偏见

人人都想在交易中获得有利价格。提升一宗交易成功可能性的方法是确保判断成功的标准可靠且不麻烦。在私人投资中，判定交易的当前基准是该项投资最接近的评估值。

无论一项投资多么成功或多么令人失望，私募股权和房地产投资经理总是能够找到该投资之所以销售的条件（这些运用指标在买入时并不存在）。支持这些论断的证据大部分依靠数年来私募股权和房地产投资经理之间相传的轶话传闻以及房地产营业额在低迷市场下降时（因为市场水平更可能低于最近的估值）实现“成功”的价格要艰难得多的预言。

拍卖前的小册子一般会注明拍卖品评估值，于是艺术市场提供了研究这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一偏见存在性的机会。数年前的一项此类研究（由作者和一位同事所为）发现，大部分在1991年之前十年拍卖会上拍卖的1700件物品中，28%未能达到拍卖者的最低估值，25%处于最低和最高估值之间，47%超过了最高估值。成功的结果比令人失望的结果更加普遍（如高于最高估值和低于最低估值的频率所示）使得拍卖前估值没有下降偏见的可能性几乎为零。关于拍卖前估值存在偏见的更多近期证据来自于稀有邮票市场。英国邮票拍卖行埃佩克斯（Apex）集邮拍卖会，在其2005年11月的目录中通报其超过800万英镑的邮票平均售得估值的104.21%，证实了成交价格倾向于超过拍卖前估值的模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章
房地产市场

房地产投资领域，投资者的经验是由三个因素决定的：市场表现、顾问技能和所使用市场工具的杠杆率。它相应地受利息水平以及房产租金是否足够支付债务利息等因素的影响。在评估房产时经理们不能合理地说明杠杆对业绩和风险的影响是一个惯常的弱点。

美国公开市场房地产信托投资基金（REITs）的发展，以及世界上别的地区的同期发展，使得房地产公开市场与其余的公募股权市场具有可比性。现在投资者可以较低成本进入房地产市场。房地产信托投资基金市场是一个杠杆市场，在 2007 年之前的数年中很多新的投资者逐渐领略到杠杆的力量。当债务利息成本低于房产租金收入时，隐含的市场条件更为温和，市场表现更为强健。房地产危机以及信贷危机提醒了投资者，收益率高于债务成本是杠杆资产组合财务成功的必要而不充分条件。

房地产投资既可为私有亦可为公开。私人投资涉及到房地产的直接权属。公开市场投资则为通过公共混合基金或者股票市场公开交易金融工具，通常都是房地产信托投资基金，该工具是一项可追溯到 20 世纪 70 年代早期的金融创新。房地产信托投资基金在信贷危机之前的数年中有了实质性的发展壮大。在美国，2006 年年底其总市值达到了 4380 亿美元，之后在 2008 年底下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降到了1920亿美元。类似实体被广泛引入到包括澳大利亚、巴西、加拿大、法国、香港、日本、荷兰、新加坡和英国在内的地区。在美国，单指房地产信托投资基金按市场行业划分，小部分主要投资于房地产抵押贷款。

房地产信托投资基金与投资并经营房地产的传统企业首要不同在于它们的税收政策。一般来说，房地产信托投资基金无企业所得税，在美国，有准则规定它们收入的90%必须作为应税股利分配给投资者。这类准则因国而异。澳大利亚则有一个规模较大的、历史悠久的公开房地产信托市场。

诸如房地产信托投资基金这种公开市场房地产投资金融工具与直接投资于房地产投资的主要不同是前者被证券化了，有每日价格，以及在某种程度上使用借款。它们有较为理想的多样化投资组合，对房地产投资头寸水平适当。由于它们有每日价格，隐含资产的估值协助分析师对其资产净值进行估计，但是他们不设定投资者交易的条件。

什么是房地产投资？

根据图11.1或其变形显示模式，将一个笼统定义的房地产市场细分为几个区域的做法比较常见。

在一些国际市场中，私募股权基金已成为房地产市场的重要参与者。私募股权房地产基金较为积极地在房地产交易中使用高风险、高收益的“夹层”债务（“mezzanine” debt）融资。这些发展意味着投资者现在比以前有更多途径获取房地产市场回报。

房地产市场根据房产类型主要分为如下四类：商场，写字楼，工业以及住宅（其他类别包括酒店、度假村以及混合用房产）。房地产投资信托基金可以投资于该市场的任一区域。机构房地产投资的两个最重要的数据库是美国房地产信托投资委员会（NCREIF）和英国的房地产投资数据库（IPD）。美国房地产投资信托基金协会（NAREIT）是美国房地产投资信托基金的信息来源。表11.1列出了美国和英国投资者投资房地产的类型明细。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.1

房地产投资的四大分区

	私人投资	公共或报价投资
房地产股权	直接房产 房地产经营公司	房地产信托投资基金 房地产混合基金 房地产共同基金 上市房地产信托基金 其他上市房地产公司
房地产债权	个人抵押贷款	商用房产抵押证券 “夹层”负债

来源

表 11.1 按房产类型划分的直接房地产投资（%）

	美国		英国
	美国房地产信托投资委员会（NCREIF）2008 年 12 月	房地产投资信托基金（REIT）2009 年 2 月	英国房地产投资数据库（IPD）2008 年 12 月
商场	20.6	22.2	46.0
写字楼	38.4	12.6	35.3
工业[b]	15.2	16.1	14.4
住宅楼[c]	24.1	15.1	0.0
医疗保健	–	15.2	–
其他[d]	1.7	18.8	4.3
合计	100.0	100.0	100.0
金额（10 亿美元）	189.7	114.8	187.2

a. 房地产股权投资信托基金
b. 包括混合使用和自用仓储
c. 包括活动房屋
d. 包括多功能、住宿/度假村、医疗保健，自用仓储，专门用途等
来源：美国房地产信托投资委员会；房地产投资信托基金；英国房地产投资数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专栏

使用金融衍生品投资于房地产市场

20 世纪 90 年代，在英国投资者可以买卖商业地产指数的房地产指数证券(PICs)。这一情形近年来已逐渐改变，形成了基于房地产市场指数的总收益掉期市场，该指数由独立咨询机构英国房地产投资数据库编纂。第一个掉期合约于 2005 年 1 月发行，到 2008 年 12 月市场共计有名义价值为 112 亿英镑的 1185 份未完成合约，相当于英国机构投资者房地产市值的 8.6%。在美国，民用住宅的衍生工具合约在 2008 年开始声势显著，当时价值将近 30 亿美元的合约是构建在由雷达逻辑（Radar Logic）编制的房地产价格指数上。另外，芝加哥商品交易所售有美国标准普尔国家和城市住房物价指数的期货和期权合约。当前美国，英国和欧洲大陆都有股票经纪人进行基于市场的商用房地产和住宅价格指数衍生品交易。

信用危机为房地产衍生品提供了一个契机，投资者和开发商可能都会欢迎这一可对冲其头寸，或者可利用其期望与少数合约暗含的远期价格之间差异的机会。尽管英国场外商用房地产衍生品交易和美国住房衍生品以百分比计算的速度飞速发展，但还是与其他衍生品在诞生早年的爆炸式增长没有可比性。在英国住宅行业，部分问题或许在于指数是由市场参与者提供的；在美国，它则并非问题所在，当地有领先且独立的房屋价格指数可供使用。在商用房地产行业，根据英国房地产数据库维护的房产评估师的评估价值，综合指数促进了欧洲衍生品市场的发展。

然而，房地产衍生品市场的发展或许已受直接房地产市场的本质所限。在绝大部分西欧语言中不动产一词意味着不可移动。在单个资产中，不可移动性，不可分割性以及不均匀性都是创建流动性衍生品市场的障碍，因为它们妨碍并提高了对冲投资头寸的成本。这一点与现代市场中信用衍生品的情形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常不同，例如，在现代信用衍生品市场中，单个信用分下头寸可以在没有此类限制的情况下买进或者卖出。

另外一种不同类型的发展是交易所指数基金（ETFs）市场，该指数基金在美国以及全世界使得流动性市场指数具有风险敞口。交易所指数基金提供了日流动性以及建立短期头寸的能力。房地产信托投资基金的流动性意味着房地产信托投资交易所指数基金的交易成本可控制以获取适度的利润。这一点使得房地产市场，以房地产信托投资基金为代表，以适度成本获取市场回报的能力与公募股权和债券可比，而与投资者找到富有经验的经理的能力无关。

直接市场依然被信息不充分所主宰，该市场中很可能出现房地产经理持续获取超额收益或者持续表现不良的发展模式。然而，私募和公开房地产市场并不相通：价格对比的显著低效率以及不同投资能力、风险容忍度和投资精力的投资者的投资机会差异。

投资房地产的吸引力有哪些？

投资于房地产股权的传统理由包括组合多样化；获得风险溢价和相对安全的收益；以及足以抵消通货膨胀影响的有吸引力的潜在总回报。

多样化

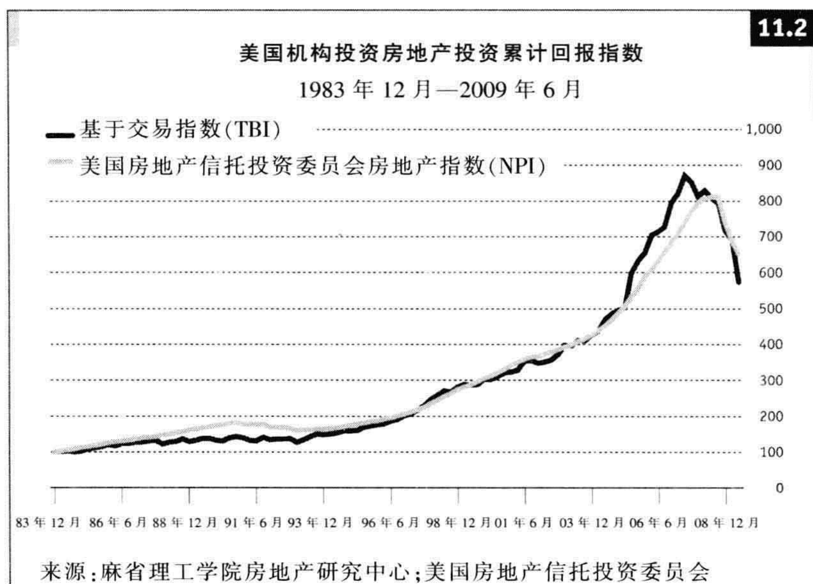
房地产的评估值使得房地产多样化的评估趋于复杂。平滑业绩常常使私募投资者和退休金托管机构得到短期安慰，除了在交易时它们不需要面对现实市场价格。缺乏可靠的价格信息不可称为赞同房地产投资的实质性原因。房地产信托投资基金类似金融工具市场给出了可靠的市场价值（尽管它或许相当于真是房地产价值的溢价或折价，如下所示）和交易价格的时间序列，从而使得在一个投资组合中对房地产的作用进行基于市场的评估成为可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专栏

现代房地产指数以及评估房地产的多样化角色

近些年来，流动性不足的房地产市场（以及艺术品市场，见第12章）已经领略到基于成千上万宗交易的详细分析而非评估值可以获得更为可靠的市场指数。新的基于交易的指数的特征之一是它们可使流动性不足市场中价格的波动性得到更为精确的计量，通常情况下由评估值所得波动性较为平稳。起始于1963年的重复销售回归（RSR）方法，建立了个别房产的购买和销售信息以生成一个完全基于交易价格而非估计价值的市场指数。起源于20世纪80年代研究成果的美国凯斯·希尔（Case Shiller）房屋价格指数提供了流动性不足市场中基于交易指数的高质量指标。英国的土地注册指数在英格兰和威尔士亦是衡量房屋价格情况的同类标准。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

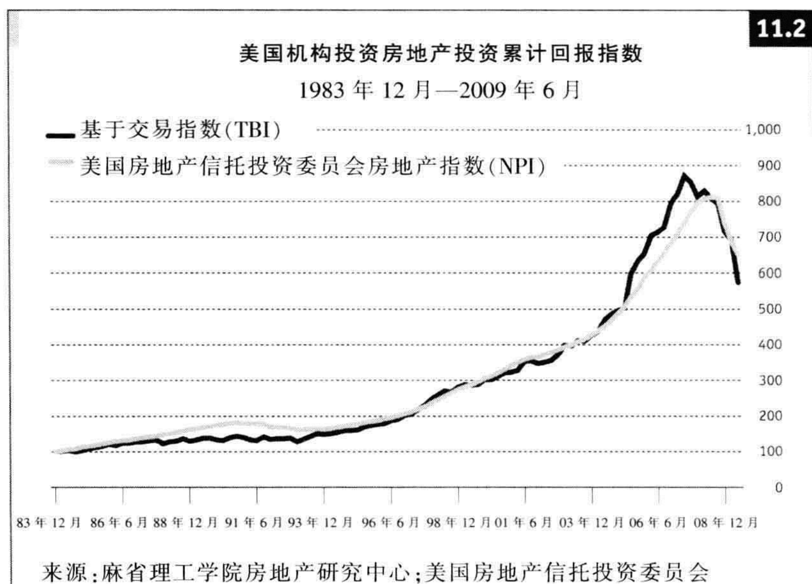
对于美国房地产市场的机构投资者，麻省理工学院房地产中心引入的基于交易的地产指数（TBI）起到类似的作用。这不是一个重复交易指数。它使用交易数据建立一个所谓的享乐指数（hedonic index），该指数表示每宗房地产交易的影响。它分析了隐含在美国房地产信托投资委员会房地产指数中的交易信息。这个指数衡量了美国免税投资者房地产投资的业绩表现。TBI 序列使得权威的估值指数（NPI）与以交易为基础的指数可进行直接比较。图 11.2 和图 11.3 比较了这两组数据的表现。NPI 指数显然比 TBI 指数平滑，图形显示出估值指数累计回报与交易指数的水平具有显著差异。这一点由 20 世纪 80 年代晚期和 90 年代早期虚弱的市场条件以及 2004 年—2007 年间回购市场条件可见。在美国和英国均有证据表明，机构投资房地产市场的估计值对于 2008 年—2009 年下降的交易价格反应得要比早年迅速。

房地产市场基于交易指数更大的用处是突出这些度量的一些特征。它们同样适用于艺术品市场。首先，新的指数需要交易数据，当市场流动性由于缺乏潜在买方或卖方濒临枯竭时，数据解释变得棘手不已。举例而言，2009 年的前 3 个月，美国房地产信托投资委员会机构投资房地产市场数据库仅记录了 19 宗交易的数据，之前平均业务量的十分之一。重复交易指数会偏向于目前正在交易的那个地产的类型，尽管麻省房地产研究中心基于交易指数采用的享乐法能部分地解决此问题。享乐指数通过允许市场并不能完全有目前正在进行的交易代表进行调整。然而，如果享乐指数给予市场不同部分的权重过时了，则会成为该方法的一个缺点。

重复交易指数的另一个特征是，原则上来讲，每一宗新的交易记录都会导致指数小幅回溯到房产以前交易的时刻，尽管指数提供者采用许多原则以限制对历史数据修改的程度。并且，如果无法覆盖该指数应该衡量的市场中的所有交易，指数依然会产生偏差。这一问题在艺术品市场要更为严重。

久而久之，美国机构投资房地产的估值指数和基于交易指数似乎会给出相像的结果，仅有短期回报会有所差异。对于长期投资者来说，差异几乎可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：麻省理工学院房地产研究中心；美国房地产信托投资委员会

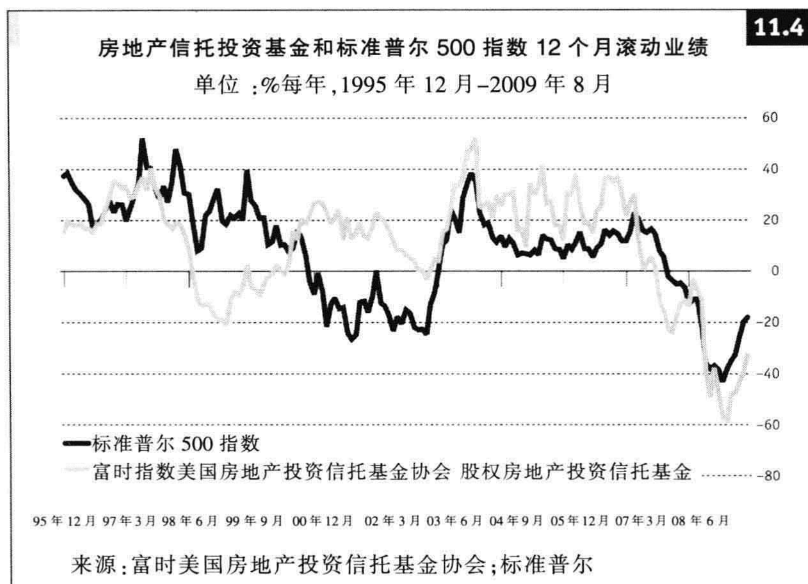
以忽略不计。这一论断未必完全准确。基于交易指数可以更为精确地计量直接房地产市场的波动性以及房地产市场和股票以及债券市场的相关性。这些应当能使投资策略中房地产的多样化角色得到更为可靠的评估。由美国大学教师退休基金会的玛莎·佩顿（Martha S. Peyton）和法比亚纳·洛蒂托（Fabiana Lotito）与2006年出版的文献，“房地产：经典多元化资产”，以及肖恩·邦德（Shaun Bond）、黄寿城（Soosung Hwang）、保罗·米歇尔（Paul Mitchell）和斯提芬·萨切尔（Stephen Satchell）2007年发表在《投资组合管理杂志》上的单独一篇论文，“在混合资产组合中私募股权投资和对冲基金会取代房地产么?”，指出在资产配置实践中不动产投资怎样越来越多地被复制。关键是纠正不动产投资中评估值的平滑影响，例如房地产，对冲基金和私募股权等。上述两项研究均采用了这种方法，也都强烈支持房地产的多样化角色，而且第二篇文章以其精炼的副标题回答了标题的问题：不可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私人投资者可通过有限的直接房地产投资方式以及公开市场中的房地产信托投资基金投资于房地产市场。房地产投资信托基金的潜在多样化作用在2000年3月至2003年3月的熊市时期得到证实。这一期间标注普尔500指数的总回报率是 -40.9%，而房地产信托投资基金的总回报率为45.7%。但是在2008年—2009年间房地产信托投资基金（以及对冲基金）则没有提供这种保护（如图11.4所示）。这一经历说明相关性的稳定度与其均值同样重要。

典型的房地产信托投资基金的杠杆率大约为40% -60%，但是NPI和TBI均排除了任何借贷的影响。不出乎意料，房地产信托投资指数比机构房地产投资的TBI指数更不稳定。并且，房地产信托投资表现受到更为广泛的股票市场的影响。然而房地产信托投资基金更具有流动性而且更容易用以适度金额达到较为适当的风险敞口。

表11.2给出了3个美国房地产指数的度量，房地产信托投资基金，NPI和TBI以及它们怎样与美国股票和债券市场相关联。



来源：富时美国房地产投资信托基金协会；标准普尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.2　美国房地产市场指数：平均表现，波动性以及与股票和债券市场的相关性，1984 年 3 月 – 2009 年 3 月

	富时美国房地产投资信托基金协会股权房地产投资信托基金（FTSE NAREIT Equity REITs）指数	基于交易指数（TBI）	美国房地产信托投资委员会房地产指数（NPI）
均值（%每年）	9.1	7.1	7.6
标准差（%每年）	19.8	9.2	4.7
与标准普尔 500 的相关度	0.56	0.19	0.17
与巴克莱资本美国综合债券指数的相关度	0.14	-0.07	-0.06

来源：作者基于富时美国房地产投资信托基金协会、麻省理工学院房地产研究中心，美国房地产信托投资委员会，巴克莱资本以及标准普尔数据的计算

信贷危机间的遭遇提醒了投资者，大致说来投资于房地产信托投资基金的波动性以及大额损失的风险至少与投资于股权市场一样大。

表 11.3　美国房地产指数下行经历

	1983 – 2009 间的最大下滑		
	%	波峰	波谷
基于交易指数	-34.0	2007 年 6 月	2009 年 6 月
美国房地产信托投资委员会房地产指数	-19.6	2008 年 6 月	2009 年 6 月
富时美国房地产投资信托基金协会 股权房地产投资信托基金	-65.4	2007 年 3 月	2009 年 3 月

基于 1983 年 12 月至 2009 年 6 月间的季度数据

来源：作者基于富时美国房地产投资信托基金协会、麻省理工学院房地产研究中心，美国房地产信托投资委员会，巴克莱资本以及标准普尔数据的计算

收益率

如何获得与通货膨胀同步增长的可靠收益是房地产投资领域再度兴起的话题。获取同等可靠收入的能力在低名义利率时期对投资者尤其具有吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.4 比较了不同市场投资的收益率。在比较期间，房地产信托投资基金的收益回报与投资级债券可比。投资级债券总体而言具有较低的价格风险。房地产信托投资基金的收益流一般而言比较平稳，但是其价格波动性与股权投资接近。这意味着房地产信托投资基金不可被认为是高质量债券组合的低风险替代者。

表 11.4　房地产投资信托基金、公开发行股权以及债券的收益率，1990 年 1 月—2008 年 12 月（% 年均收益率）

	北美房地产信托投资基金	摩根斯丹利国际资本美国指数（MSCI US Index）	摩根斯丹利国际资本欧澳远东指数（MSCI EAFE Index）	巴克莱资本信用指数	巴克莱资本政府债券指数
1990 - 94	10.0	3.2	2.0	8.3	7.4
1995 - 99	7.5	2.1	1.9	7.2	6.5
2000 - 04	7.5	1.5	2.1	6.5	5.3
2005 - 08	5.3	1.9	3.0	5.6	4.5

来源：富时美国房地产投资信托基金协会全球房地产指数；摩根斯丹利国际资本有限公司；巴克莱资本

通胀对冲

房地产投资与传统的债券投资相比较有一个明显的优势：预期外的通货膨胀会蚕食债券的收益，而房地产的租金收入则可以对通货膨胀做出及时反应。这并不意味着租金总是能够与通货膨胀保持同步增长。一个拥有过剩或过时产能的市场租金收入将会下降。然而，假定通货膨胀率越高，租金增长越快是合理的。它反过来作为对通货膨胀的反应体现在房屋增加值中。长期房地产投资以这种方式提供了一种对于传统债券长期投资者而言最大的风险的保护，该风险即为：财富被通货膨胀蚕食。

房地产投资的风格以及主动投资管理机会

企业地产经理与基金经理在喜欢房地产方面有同样的理由：他们视其为利用技能为自己以及客户赚大钱的机会。由于房地产市场是一个多样、分块、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定的市场，它给那些消息灵通、有技巧的经理们提供了一个增值的自然环境（以及给其他市场参与者提供表现不佳的环境）。这一情形，与其他诸如长期进行膨胀对冲等因素一起帮助解释了在房地产投资中为什么一些投资者注重专业知识以及组合的集中程度。

以其投资风格著称的股权投资经理们声名卓著，房地产投资经理同样如此。投资风格可以使投资者更容易理解从某一经理处可期望获得何种收益。大致而言，有两种房地产投资的方式：其一为核心投资，投资组合均衡且重点投资于收益平稳增长的大部分资产；其二为机会投资，它与价格增值的前景关联较密切，通过重新组合以及利用市场趋势和热点的变化实现价格升值。第一种与第二种相比，应当波动性较低，业绩较差。对于更富有企业家精神的混合或者机构投资组合而言，房地产投资往往使用第三种方式，一种称之为核心增益的方法。更为进取、乐观的方式很可能就反应在房地产投资活动中，例如私募股权投资或者对冲基金。它们已经变成国际房地产市场的主要参与者，而且很可能继续保持下去。

什么是不动产价值以及你应当期望多少的收益

房地产投资的吸引力之一是它通常很容易量化分析直接于投资房地产中的单项投资。尽管没有任何保证投资能够成功，它有利于确认依赖于不同寻常的较强假设的投资机会。

房地产的财务估值需要对以下变量进行评估：

◎当前政府债券收益率；

◎对未来房租收入有影响的市场供求预测；

◎租客的信誉状况；

◎房产折旧或报废信息。

如果房地产投资不能获得比有保障的政府债券更高的期望收益，则该项投资不应进行。如果在相关投资期间房地产投资预期收益将低于政府债券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则该项投资应当售出。

租金收入

一宗不动产的期望收益为其期望租金收入扣除各项费用然后加上在未来某日出售该项资产所获收益的现值。在此估值中的关键变量是租金的未来变动率（该变动总是被认为应当是增加的）以及将回流租金和该资产公允价格予以折现的折现率。

正如对公司盈利增长的预测主导着分析师对该公司的估值一样，房地产投资估值的主要驱动因素是房产租金收入的未来变动。对某一地或某一国房地产市场的详细分析能够为这些分析计算提供原始素材。当评估这些预测数据时，将租金预测与整体经济通胀预测的关联进行估计很有帮助。这是因为租金预测，无论是隐含的或是明确的，都是比较长期的也都只需要提供该房产将来出售价格（该价格本身亦是期望租金的函数）的估计基础。从而它更为强调各种隐含的强假设条件。

对租金收入的这一侧重对于避免两种比较常见的错误很重要。首先，房地产价值与其重建成本几无关联。正是未来租金收入而非其他因素决定其价值。假如不动产价值给定，它可以分成重建成本，代理的保险附加值，以及残值，该残值应为房屋覆盖土地的价值。其次，一宗不动产不会因为所覆盖土地价值高昂而价值高昂。它始终是相反的。土地昂贵主要是由于租金较高，租金较高所以不动产价值高昂。房地产投资的第三个重要特征是：土地价格，不动产价值的残值，可能非常不稳定。参考表 11.5 中的简要表述。

表 11.5　按照不动产类型划分的直接房地产投资（百万美元）

	初始价值	后期价值
不动产价值	10	11
重建成本	9	9
土地价值	1	2

来源：作者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本例中，如果不动产价值增加10%，在重建成本水平不变情况下，土地成本将会翻倍至200万美元。这一点作为对开发土地的盈利性质的解释以及对土地价值的交叉核对方面都很重要。同样，土地价格的重要性依赖于土地的稀缺程度。当土地过剩而且规划限制并不阻扰新的建设时，租金倾向于使新建楼房边际成本获取正常利润的水平，可能与通胀水平一致，也可能不一致。

只要这种情形持续，土地总会比较便宜。随着建筑业的技术进步，商业房地产几乎成了一种需使用房地产（住宅，写字楼，工业或商业等用途）的个人或企业在与其他财务决策相同的基础上必须决定是否拥有、租入或出租的商品。因此尽管租金和土地成本会随着不动产的供求变化而变化，但它们比通货膨胀增长得更快并非必然趋势。在相当长的时间内，租金可能落后于通货膨胀。譬如说，在经济全盛时期，1973年伦敦城的房产租金为每平方英尺20英镑。考虑到自当时起的通货膨胀，现在租金应当为170英镑每平方英尺。但是2009年早期伦敦城的大部分租金仅是大约45英镑每平方英尺（部分是因为新崛起金融区金丝雀码头的竞争）。没有什么能够确保租金将会和通货膨胀同步增长，也没有什么理由期待它们和整个经济的增长率保持一致。

然而，假定股权分红的增长最终会和经济的增长有关是合理的。因而房地产投资者值得依靠的投资业绩的主要来源为租金收入，而非资产增值额。这也解释了为什么房地产投资回报率通常要比主流的股权投资高得多。

长期中房地产投资者应当期待多少政府债券的溢价回报并不清晰。该必备溢价被房地产平衡化投资策略带来的多样化收益减少了。它会被投资者对投资流程的特点所持的信心影响，在这类投资流程中，他们能够有效地利用房地产市场进行投资。最重要的是，与私募股权投资一样，房地产直接投资者不应假定他们可以获得市场回报。除非使用衍生品，但先决条件是推出一种技巧高明的投资流程。然而，投资组合越多使用技巧，越容易解释较大的房地产配额。在这种情况下，评估投资者能否使用不同寻常的技巧需十分谨慎。解释过往业绩、新兴市场中将杠杆对业绩的影响剥离分析以及区分技巧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和运气方面均需特别注意。正如第 4 章中所强调过的，不确定情况下，再怎样审慎亦不为过。

作为房地产投资基准的政府债券收益

使用政府债券收益作为评估房地产投资的基准在以下几个方面都很有用。它强调了摆脱避险投资的唯一正当理由：获取比令人失望的结果所含风险补偿更大的超额回报。在房地产业，超额回报的潜力受到市场状况以及合同租金收入的影响。为此，租客的资信状况以及其他诸如房产折旧的因素，比较关键。

租客信用风险

长期承租人为政府机构的不动产可以直接与政府债券进行比较，尽管房地产投资由于其缺乏流动性和存在违约风险会获得一定补贴。组织结构方面的问题可能会妨碍机构投资者对长期持有政府债券和政府机构获取长期租金收入进行彻底的比较分析。其他的对冲基金之类的投资者则没有这种限制，只要他们能够获得利用该机会所需的流动性。然而，所有的房地产投资者都应该努力用这种方法对这两种机会进行分析。

私人部门租客支付的高于政府债券的租金与这些租客本身的信用风险以及合约的不流动性有关。信用风险是租客违背租约条款的风险，该风险会妨碍租金支付，导致寻找新租客的成本，以及找到的新租客可能只接受对出租方较为不利的合约条款。这些潜在成本都会被市场状况影响。在乐观市场环境下，新租客能比在萧条市场中更快、以更低的成本找到。公司信用评级能够提供给投资者应从租客索取的信用风险价差指南。如果租客违约，新的租客正常来讲应该能及时找到，从而与信用价差相应的租金是否全部该期待从租客处获取未有定论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房产报废

房产折旧也需获得一定的收益补贴，折旧成本与房产维修的实际支出成本完全不同。报废率是未来房产租金收入的主要决定因素。报废主要是由于物理毁损引起，但某些特定类型的建筑物报废也会由于使用用途的改变而加速。标准折旧时间表几乎不反映真实情况，但其对于市场投资价值比较重要。报废情况取决于不确定因素，但是这类不确定性能够影响整个多样化房地产投资组合。正如房地产咨询机构绿街顾问公司（Green Street Advisors）所言："房地产行业最不引人注意的一个秘密是折旧程度是一项现实的费用。"这也是为什么应当对报废予以实质性的风险补偿。

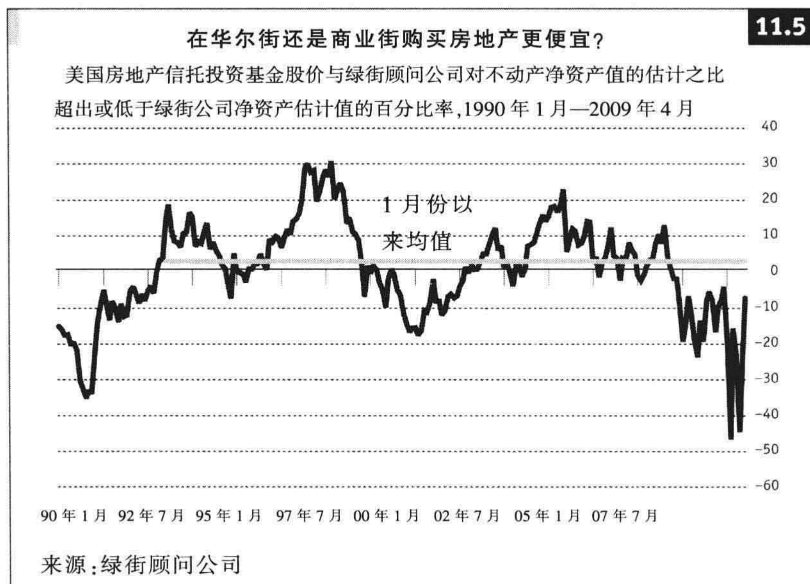
房地产私募和公募市场

房地产私募和公募市场的相似性使得人们可以通过比较得出持有房地产头寸更便宜的方式：通过购买房地产信托投资基金或者直接购买不动产。这里有一个较为古老的关于股市价值的问题：公司资产与其重置价值相比，究竟是被低估还是高估？一家公司的市值与其净资产的重置成本之比称作托宾的 Q 值（Tobin's Q）。理论上这个比值，如果其原数据无计量偏差，应当趋于 1（参见第 4 章内容）。图 11.5 显示了美国房地产市场近年来这一比值的变动及其均值。在拥有比较繁荣的房地产投资信托基金市场的国家，大部分房地产投资者在直接投资还是通过房地产信托投资基金投资方面具有明确的选择，尽管对于大多数私人投资者而言在直接房地产市场中追寻多样化投资组合并不现实。

图 11.5 所示的美国两个房地产市场之间的关系表明过去十年间，综合来说，房地产信托投资基金从 1997 年高出相应不动产净资产价值的 30.2% 变动至 2008 年 11 月底的 47.4% 水平。图 11.5 中显示了绿街顾问公司的研究成果：自 20 世纪 90 年代早期以来债券和股权市场对不动产市场的直接影响比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前大大增加。这一点从直接房产投资的收益率与近年来投资于分级公司债券收益率之间更密切的相关性上可以看出来。对于近年来投资于分级债券收益率的变动情况，可从他们的市场研究中获取。



房地产市场的国际多样化

随着房地产投资信托基金遍布于全世界，房地产市场的国际多样化从未如此容易。多样化意味着风险降低。但是房地产的国际多样化确实能减少风险么？事实证明，对于国际房地产投资而言，汇率风险是一个特别棘手的问题。

汇率风险以及国际房地产投资

本书中对外币敞口以及外币对冲可取性的指导原则可以归纳为如下几点：

◎波动性较小的国际投资（比如政府债券）需要对冲其外汇风险，除非汇率波动会显著增加其波动性，从而改变该项投资的风险和收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎波动性较大的国际投资（比如股权）无需对冲外汇风险，因为货币对冲仅改变收益类型，而不会显著增加或者减少波动性大小。

◎推出两种主要流通货币之间的外汇对冲以及对冲流动性强的投资毫无困难。但如果对冲外汇风险涉及一种或更多流通性不强的货币则成本会很高或根本无法实行。

◎外汇对冲涉及对冲投资频繁的现金收益或损失的会计处理。这些收益和损失在一项高流动性的投资安排中非常容易消化。这种环境下，比如，一项投资的汇率收益会被所对冲货币的汇率损失抵消掉。如果投资的流动性很低，这一点就很难做到。由于本国货币持续升值造成的累计现金损失可能需要大量额外的现金注入。从而投资者不应对冲流动性差且规模太大的国际投资，比如全部的不动产，除非他们确定能够继续提供资金给这些对冲中可能出现的流动性漏出（请注意备选方案是在国外使用抵押贷款融资给外国投资，如果需要而已国内现金存款抵消此贷款从而降低杠杆规模。这种方法会减少投资管理中流动性压力的范围，也会对冲掉大部分外汇风险）。

国际房地产多样化的含义如下：

◎私人国际房地产市场投资不应该对冲因为这些投资流动性较弱且持有该投资一般而言不可分割。

◎波动较大的投资不应该对冲，对冲应当为某项投资的潜在表现而非潜在收益进行。而如果投资者是个名副其实的长期投资者时（而不只是愿意长期投资），例外产生了。在这种情况下，投资者或许可以相信这样一种预期，该预期认为最终汇率变动会与相关国家币种的购买力保持一致。

◎在国际市场中投资于公开市场房地产证券（比如房地产信托投资基金）可以轻易实现对冲。如果投资者意图以来海外房地产信托投资收入，该对冲很有必要。然而，他们应当检查房地产信托投资基金的杠杆水平是否引致了该基金会否噬掉对冲的缓冲效应的水平。总之，对冲或不对冲，投资者都可以预料到投资于直接房地产股权的房地产信托投资基金的价格波动性较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章
艺术和收藏品市场

“我宁愿我的家庭财富与提香的画而非银行股票相互关联。”一位艺术顾问告诉作者。人们对绘画大师作品价值代代相传的预期给艺术品投资提供了支持。这与投资于公司相反，因为投资于公司的成功可能尾随着萎缩或者突然失败。但是艺术品市场，与股票市场一样，也是形色各异的，预期提香的画能够保值的理由需要与纽约大学斯特恩商学院前教授迈克尔·摩西（Michael Moses）所谓的支持当代艺术投资的“成长型股票”之论区分开来。

普林斯顿大学的退休经济学教授威廉·鲍莫尔（William Baumol），在其 1986 年发表的文章“非自然的价值：艺术投资或可成为浮动博弈”中质疑了艺术投资。他争论到艺术品价格“漫无目的地浮动且它们无法预料的浮动易受那些视艺术品为‘投资’的人的活动刺激。”他将此与供求关系进行了对比，供求会使工业品的价格趋于均衡。鲍莫尔用一些画作的交易数据证明了他的论点：平均起来，扣除通货膨胀影响后，艺术品投资的收益接近于零。他所使用的数据现在被认为不具有代表性，但是他的论点不易被摒弃是因为如果艺术品市场是“内在毫无章法的”，历史数据的不完美将无足轻重。

凯恩斯（Keynes）在谈及专业股票市场投资时使用的措辞与鲍莫尔提及艺术品市场相像。凯恩斯把成功投资者的技巧比作选美裁判。选美裁判最能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断出的不是最漂亮的参赛者，而是一般人认为最漂亮的参赛者。在艺术品市场中别人如何评估一项投资至少与在股票市场中一样重要。然而，两者的不同在于，股票，无论是否支付股利，能够在该公司财务业绩的基础上予以估价。一件艺术品不会支付分红，而且也没有产生收益的前景，但它确实发生成本，且与给一只股票或者一种商品定价而言，其价值（尤其是拍卖会中）可能与选美比赛的裁判流程具有更多的共同点。

艺术品市场价格的驱动因素

然而，艺术品作为奢侈商品，其需求增长伴随着财富增长，故而艺术品的需求量可能并非如鲍莫尔所言的“不可捉摸”。对冲基金经理，俄罗斯寡头，中国百万富翁甚至一些注明银行的艺术品预算消费力在2008之前的年份中推动了艺术品价格的上升。全球艺术品价格网（Artprice），它是一家咨询公司，报道称这一现象反映在2000年至2008年拍卖作品47%的大幅增加中。而且在其2008年的全球艺术品市场回顾中，它形容是几近疯狂的需求提升了新型当代艺术市场。2009年艺术品价格的下降证实了艺术品市场价格的变动趋势至少能部分地被艺术品购买者拥有的财富变动所解释。

对于何种标准有利于说明单个艺术家作品的财务价值并不明确。一幅画作的价值应该是意图购买者的估值，会受到人们对画作质量估计的强烈影响。当一名艺术家的盛名历久不衰时，收藏价值很可能有所扶持。数项研究考虑了这一观点。鲁汶大学（University of Louvain）的维克托·金斯堡（Victor Ginsburgh）和希拉·韦尔斯（Sheila Weyers）研究了过去450年间意大利文艺复兴时期艺术家的声誉。他们以这450年间不同时期权威艺术历史教科书给予艺术家的评定作为基准，度量的方法是每位艺术家的引用次数以及书面评论的长度。

金斯堡和韦尔斯的分析以1550年乔治·瓦萨里（Giorgio Vasari）发表的评论为开端，瓦萨里是一个声名卓著的艺术家，亦是艺术史界的一名先驱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们将此著作与自那时起的其他六部原始作品进行了比较，以 1996 年出版的格罗夫（Grove）的 34 卷艺术词典为结束。该词典可通过公共图书馆在线订阅，囊括了大约 1.7 万部由世界各地的艺术专家撰写的传记。金斯堡和韦尔斯注意到意大利文艺复兴时期绘画艺术的领军人物在艺术作品中的等级划分一贯保持不变，令人印象深刻。他们指出，从过去 450 年间中选取艺术大师，七分之一可能会将乔托、米开朗基罗和拉斐尔选为文艺复兴时期最优秀的前十位艺术家，六分之一会包括提香，五分之一则会包括列昂纳多·达·芬奇。

意大利已故绘画大师的声誉历经 5 个世纪之久长盛不衰，说明对艺术品质量的估计可以长久依赖。这一结论破坏了艺术品价格摇摆不定的论点，为那些代代相传声名卓著的艺术家的财务价值提供了支持。200 年后拉斐尔的画作依然会受到追捧。

确定一个艺术大师的作品在将来亦会被推崇意味着画廊不可能由于拥有该艺术品有所不便，但它并不意味着作为一项金融投资它会表现良好。摩西（Moses）和梅建平（Jiangping Mei）认为一幅绘画质量（比如画作买价或者学院派引用次数或者以该画作为主题的展览）的统计数据不能为其在将来继续表现突出提供保障。

在当代艺术品市场，不存在国际声誉的历史，所以一位当代艺术家作品被艺术专家评判为优秀或平庸通常都很主观臆断。唐·汤普森（Don Thompson），“1200 万美元的充气鲨鱼：当代艺术和拍卖行的好奇经济学”（The $12 million Stuffed Shark: the Curious Economics of Contemporary Art and Auction Houses）一文的作者，论及当代艺术品市场中品牌的重要性。品牌可以是某领头艺术品经销商支持的某位艺术家、世界上最大的两个艺术品拍卖行——苏富比（Sotheby）或克里斯蒂（Christie）出售的作品、某位著名收藏家或某领先的现代艺术画廊的收藏所具备的声誉。他们是艺术品价值的捍卫者，当代艺术品市场中关于品质认知度最重要的权威。当一个当代艺术家受到这些组织或个人的追捧，她或他就会成为一名作品价格高昂的著名艺术家。如果一名收藏家有能力预料到一名未出名、尚待发掘的艺术家将会有此发展，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就能在收藏当代艺术品的道路上获得成功。实际上，或许有很多很好的当代艺术家，但是只有很少一部分能通过变得出名而获得财富成功。

对于艺术品投资众说纷纭，但是明显地完全的财务投资很少。自古以来有无数富有的艺术赞助者和收藏家，他们中一些人的收藏后来变得极其有价值。但是没有迹象显示他们收藏的动机是积累财富的愿望而非出于对艺术的热爱，即使历史可能会证明他们一度是精明谨慎的收藏者。一个明显的例子是对于20世纪艺术品的收藏，包括帕布罗·毕加索（Pablo Picasso）和贾斯珀·约翰斯（Jasper Johns）的作品，穷尽了纽约维克多（Victor）和萨莉·甘兹（Sally Ganz）一生的心血。甘兹的遗产在1997年的拍卖会上售出了114幅画，售价达2亿7百万美元，而其初始投资为76万4千美元。威廉·兰德斯（William Landes），一位芝加哥大学克利夫顿马瑟河法律和经济学院的教授（the Clifton R. Musser Professor of Law and Economics），发现甘兹收藏品的收益轻而易举地胜出了同期美国股票市场投资；而且尽管数据比对比较困难，甘兹的收藏品表现亦优于整个艺术品市场。兰德斯认为甘兹收藏品的财务业绩不可简单归功于一两幅画作非凡的业绩，而是显示出了对于众多艺术家不同时期持之以恒的态度。他也认为甘兹收藏品的油画和版画具有高溢价是因为这些作品出自甘兹收藏。

专栏

艺术品市场指数

艺术品收藏者渴望（只是出于保险的目的）对对他们而言最易衡量的作品进行估值。这一动机刺激了众多竞争者提供艺术品市场指数以及在线艺术品估值服务。拍卖行通过提供某种程度上透明的定价体制促进了这些服务的发展，如果所有的交易都是通过经销商画廊或者艺术博览会进行，该种定价体制不可能出现。然而，任一艺术品指数均有缺点。部分是在流动性缺乏的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场条件下进行业绩衡量所比较常见的；部分则是艺术品市场所特有的；其他的不同则反映在方法论和覆盖范围上。

任一处于领先地位的艺术品指数均可反映发生在公开拍卖会上的交易，而非那些，本来就比较机密的，发生在经销商画廊或者艺术博览会上的交易。然而，公开拍卖会对于艺术品市场的重要角色——统计者和分析家则是“金矿”。不像那些交易保密、市场表现指数依赖于外部专家评估的流动性较弱的市场，该指数摒除了佣金的影响，而且指数提供者一般也会剔除那些因为不能以最低价卖出而继续待售物品的影响。根据全球艺术品价格网对全球艺术品市场的年度回顾，2008 年拍卖会上 37.8% 的物品继续待售，比前些年平均 33% 的比例要高得多。

主要有三种衡量艺术品市场表现的方法，任何一种均需要利用拍卖结果：

◎第一种是简单地衡量拍卖会上所卖出油画的平均价格的变化。有一些改进方法是将成交均价分成不同的种类（例如，印象派画作）或者不同的艺术家，并剔除异常值。这一方法有时被称为“幼稚”指数。这个方法的缺点很明显——即使是同一名艺术家的作品，也可能有质的不同从而产生迥异的预期价格。然而，这种方法的优点是透明度高，容易理解和计算，单一计量的预计错误可以通过囊括大量的个体而降低。很重要的一点是它包括了拍卖行所有的价格信息。在实际中这种方法倾向于利用移动平均方法，从而对于市场变化反应有一定的延迟。

◎第二种是考虑到可以影响艺术品价格的特点。这些特点包括艺术家的名字，艺术品的种类，画作的大小以及拍卖行的名称。这是一种“享乐主义”方法，目标是去除非标准因素对艺术品市场指数变动的影响。这种享乐主义方法相对简单平均法的优势是它利用了过去拍卖中重要的补充信息。它也能利用拍卖行的所有交易价格数据。

◎第三种则是正统主义者挚爱的“重复交易回归”方法。这一方法利用了单个艺术品的成对数据，比较同一艺术品的购买价与之随后的售出价。它的优点是使用了单个艺术品的实现收益，并且将其与整个市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的代表序列合而为一。这种方法与美国房地产市场权威凯斯·希勒的办法类似，而且美国房地产市场的交易数据可以公开获得。但是对于艺术品市场而言，应用这个方法要比在房地产市场中使用同样的方法更为困难。其一是拍卖市场由于不能采集所有的交易数据而不能涵盖整个市场。如果价格趋势在两个市场分区间可比则无关紧要。然而，如果同一名艺术家其作品之前在著名拍卖行中很受欢迎，之后不再流行而只能以较低价格由经销商出售，后一价格就不能反映在市场指数中，这时就会使重复交易指数产生生存偏差。其二是由于在单个作品被纳入数据库之前就需要获得一对拍卖交易（先买后卖）数据，这意味着在当代艺术市场领域总会存在时滞。第三个问题是，随着该指数衡量的交易宗数的增加，重复交易分析中同一幅油画再次出售时完全没变的假定将逐渐消失。然而，专家关于一幅油画真实性或作者认定看法的改变会引起之后拍卖中达成的交易价格变化。它确实不影响该作者其他作品或者整个市场的价值，但是会扭曲交易日之间的指数值。相应的问题亦出现在房地产市场中，在买进日和售出日之间，标的不动产存在改良或毁损的可能。当一个指数记录的重复交易个数增长时，这些扭曲的影响会被稀释。



来源：全球艺术品价格网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 12.1 显示了全球艺术品市场自 1990 年以来的价格趋势，它出现了一个市场高峰。该指数是由全球艺术品价格网采用重复交易方法编制的。

投资于艺术品

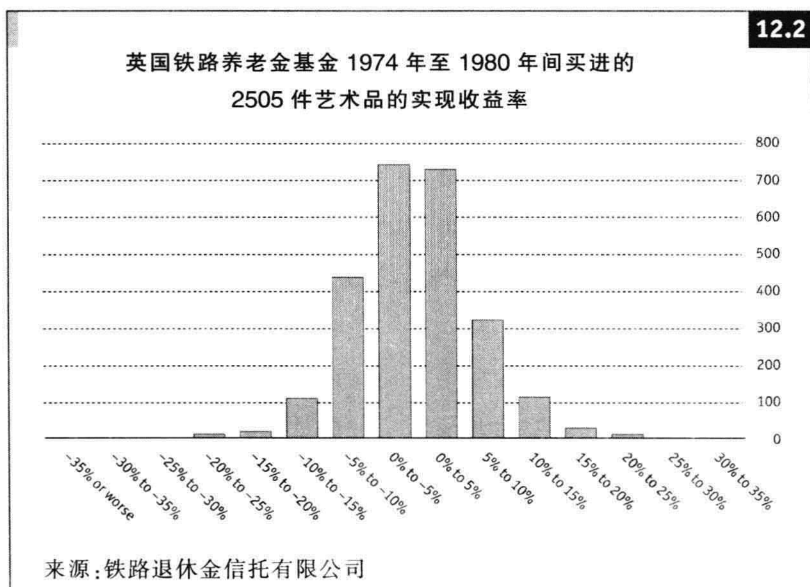
艺术品顾问时不时地被要求就投资策略中艺术品对投资组合的潜在作用发表演讲。但投资于艺术品往往被投资者视为一种有趣且富于想象力的观点而非他们真的希望实施的看法。一小部分艺术品投资基金已经发行，有更多的试图发行。有个别报道成功的例子。这些基金及其思路中包含了各种各样不同风格的艺术收藏品投资，侧重于新兴经济体的艺术品，或新兴艺术家的作品（不管其出身哪个国家），或资助宣传活动以扩大新生艺术家的知名度，或具有相对较高及相对较低的成交额。然而，总体而言艺术品基金的发展让人失望。一些私人银行冒险发行这类基金，但是银行最通常的角色应该是建议他们最富有的客户使用他们对艺术品收藏的管理以及特别地，针对这些艺术品的信贷担保。艺术品或许代表着这些投资者财富的重要部分，但是他们通常被描述为收藏，而非投资组合。

英国铁路养老基金（British Rail Pension）在 1974 年之后创建了一个投资组合对艺术品市场进行了尝试性投资。决定建立这样一个不同寻常的投资组合是对当时金融危机（尤其是英国）的回应，致使该组合购买了 2505 件艺术品（该总数有所夸大，包含了几个由较低价值单品形成的组合）。买进发生在 1974 年和 1980 年间，最后一件单品在 2003 年售出。该只基金花费了 4110 万英镑收购作品，出售收益（扣除佣金、手续费和各项税，但未考虑其间发生的存储和保险费用）却是 17040 万英镑。这意味着该项投资的内部收益率为 11.3%，或者在扣除英国通货膨胀影响后是 3.7% 的年收益率。与初始设置的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基准相比，该项投资比较成功。然而，该经历并未能说服养老基金继续实验。这个例子与潜在投资者的相关性不与甘兹收藏的相关性更强，因为它不受能严重影响私人收藏的后见之明困扰。甘兹收藏很有趣因为它碰巧实现了财务成功；英国铁路养老金组合很有趣是因为它是唯一一个充分多样化了的艺术品投资的例子。

英国铁路养老基金的例子有助于阐明艺术品收藏的财务风险。图 12.2 绘制了去除英国通货膨胀后每个项目收益率的分布情况，这些项目最初是因为其对艺术品投资多样化组合的贡献而被选中的。这一分布与鲍莫尔在其 1986 年发表的文章中（基于 640 幅先买后卖的油画交易数据）对应结论的相似性令人震惊。图 12.2 显示了单个艺术品的表现在中位数附近广为分散，中位数仅为 -0.39% 每年。尽管如此，投资组合整体的业绩表现为 3.7% 每年，整体业绩被该组合持有的印象派画作的卓越表现提升了。



来源：铁路退休金信托有限公司

英国铁路养老基金的实验或许太过短期。一些大收藏家将所持艺术品代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代相传；而英国铁路养老基金持有艺术品的平均年限仅为12.9年。

尽管2009年出现了经济衰退，仍然有客观的预算用以建立新的艺术博物馆，尤其是在中东地区，这一事实或许会支持以后数年中艺术品市场的价格。如果新成立的博物馆与已有博物馆结盟，则建立新的国家画廊对价格的影响会有所缓和。这类结盟会使艺术珍品外借给新的场馆，排除了全部依赖收购的需要。这类通过建立新的博物馆进行的国际扩张，其中就有巴黎卢浮宫以及古根海姆艺术基金会（Guggenheim Foundation）合作在阿布扎比（Abu Dhabi）建立的新的艺术博物馆。

然而，原则上来讲，可分配给艺术品收购的金融资源与全球艺术品市场的规模密切相关。这一不平衡现象反映在艺术品拍卖市场的总营业额数据中。根据全球艺术品价格网的信息，该金额2008年为83亿美元，比创纪录的2007年下降了15%。考虑到可以分配给艺术品投资的财富，它只是很微小的一部分。这种不平衡，以及鲍莫尔提出的艺术品的非天然价值，都突出了对于那些最受推崇的艺术品进行价格上限设定没有意义这一事实。例如，美林/凯捷2009年的世界财富报告估计2008年全球私人财富约为328000亿美元。此外，道富环球投资管理公司估计2009年初主权财富基金的规模已达3300亿美元。艺术品市场微不足道的规模，与可支配的财富相比，意味着重要投资者建立或者扩大对艺术品投资规模的变动会对该市场的价格产生较大影响。而评判一项纯粹对广受欢迎的艺术品市场进行金融投资的最简单的方法就是，有理由认为在未来数十年中至少有一些这样的投资者会对艺术品价格起到支撑作用。

其他激情型投资

这些争论不只应用于艺术品，艺术品仅代表了美林/凯捷世界财富报告中所述的众多激情型投资的其中一种。该投资几乎包括了所有价值高昂的投资品。如油画、雕塑、版画、摄影作品、古董家具和陶瓷制品等，激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情型收藏从老爷车、美酒到邮票、钱币，古旧图书，手表钟表等不一而足。收藏家对每一类藏品，相对于自身偏好，均可获得一个衡量其价格水平变动的指数。艺术市场分析研究顾问公司编制有包含所有艺术品的市场指数清单，其中甚至包括不同种类泰迪熊以及自来水笔和乐器的价格指数。

这些激情型投资，甚或嗜好型投资，具备如下一些共同特征：

◎任一物品获得权威认证和产权历史或其来源地的重要性。即使是最高端的收藏室和美术馆也有专家重新评估主要藏品的风险。

对于一个投资组合来说，一件重要作品重新评估为来自于学院派而非某位已故艺术大师会严重影响到其金融价值，将一件珍贵的艺术品断定为仿做对其价值的影响则更为严重。任一收藏品均有此风险，收藏者的专业能力以及偏好则倾向于最小化这一风险。

◎市场人士和大部分投资者之间存在信息不对称。该情形与所有流动性不足的市场一致。那些希望建立收藏的人需要知道信息优势通常属于卖方。

◎普遍较高的交易成本。艺术品市场的交易成本通常要比流动性充足的证券市场高得多。在艺术品拍卖会上，交易成本是由买方和卖方之间的利差或佣金决定的。比如说，在某大型拍卖行，买方的手续费是按滑动比率计算的，一宗 150 万美元的交易需支付的佣金为 17.5%，而前 5 万美元则需支付 25% 的佣金。艺术品卖方或者寄售者须支付的佣金也很可观，但是自从 2002 年的价格操纵丑闻以来，它们现在更容易受到经济方面的压力。然而，假定拍卖行可以抽取较高价值画作的 25% 和其他较低价值卖品的更高比例作为佣金依然是保险的。这些交易成本很可能严重损害了非长期持有策略投资者的投资热情。

尽管有这种担心，但如果一个家族是出于传给子孙后世的意图而收藏艺术大师的作品，他们对交易成本的关注会少于对该艺术品的权威认证和产权关系可疑性的关注。这种收藏在某个方面令人骄傲，而一项多元化股权投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合永远不能给人同样的感受。顺理成章地，收藏者愿意保持对收藏品价值变化的关注。但那并不意味着进行收藏的主要动机是，或者应该是，财务性的。一个家族数年间在其收藏品上获得的愉悦之感足以使其成为一项令人愉快的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 1

专业术语表

本术语表不是简单地重复前面内容中的概念和解释，例如第 2 章中（行为金融的术语）和第二部分的章节中（权益市场、信用市场、对冲基金、私募股权和房地产等相关术语）的那些定义。这部分的引用见索引。

主动式管理 Active management	对于主动投资管理的投资策略，除去这一策略额外付出的费用外，投资主管有着高于市场整体汇报的预期。这种策略与被动投资策略或市场匹配策略相比，有着可避免的失误并且可避免低于市场表现的风险。参见被动管理策略（passive strategy）。
年回报率 Annualized returns	参见几何平均回报率（geometric average returns）。
算术平均回报率 Arithmetic average returns	不同时间投资回报的简单平均值，高于回报的复合平均值或几何平均值，它们的不同在于：假设一个投资组合的回报表现在第一期是 -50%，下一期是 100%，那么算术平均回报率就是 +25% [（-50 + 100） ÷2]，但几何平均回报率或复合回报率是 100 ×（0.5 ×2.0） -100，即为 0。标准风险测量方法如标准偏差应与算术平均回报率结合使用。几何平均回报率或复合回报率反映了财富随时间的变化。
资产配置 Asset allocation	资产配置是投资在不同市场间的分配，而股票选择是投资在一个特定市场内的分配。
基础货币 Base currency	投资者的投资目标所表现的投资者的国内货币，基础货币往往是单值的，参见第 1 章。
基点 Basis point (BP)	一个百分点的百分之一，即 0.01%。
贝塔 Beta	用来衡量一只股票对股权市场风险的稀释程度（贝塔系数小于 1）或者杠杆化程度（贝塔系数大于 1）。参见第 7 章中关于 CAPM 模型基本原理、优缺点的讨论。
债券梯策略 Bond ladder	高信用债券的组合，这些债券拥有接连的到期日，保证了一个稳定的投资收入现金流。参见第 5 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收支平衡通胀率 Break – even rate of inflation	拥有相同期限的传统政府债券的赎回收益率与挂钩通胀的政府债券的赎回收益率之间的差距。如果通货膨胀率等于平衡利率，那么通胀挂钩的政府债券和传统政府债券的总收益率将基本一致。参见第 3 章。
商业天使 Business angel	给风险资本投资提供金融和商业技术支持的企业家，他们以成为重要股东为回报。
看涨期权 Call option	在协议规定的期限内，协议的持有人有按约定价格购买特定资产的权力。参见期权和看跌期权。
资本资产定价模型 Capital Asset Pricing Model (CAPM)	参见第 7 章的贝塔（beta）。
损失厌恶系数 Coefficient of loss aversion	行为金融中的一个概念，它是损失敏感性与收益敏感性的比值。如果系数为 2，那么就意味着投资者对于损失的重视程度是收益的两倍。
逆向投资者 Contrarian	一种故意以不流行的方式投资，并且与现行市场趋势相悖的投资者或投资策略。典型地，这是一个形容价值投资者的词，参见第 7 章。
传统债券 Conventional bond	一种固定收益债券，有定期支付的固定利息和固定的期末偿还额。“传统”是用来区分于通胀挂钩型和浮动利率债券的。通胀挂钩型的债券的息票率和/或偿还额根据通胀率调整，而浮动利率债券的息票率根据一个特定的短期参考利率定期重置，例如 LIBOR。
可转换债券 Convertible bond	通常是公司债券，投资者可以选择在未来某一阶段将债券转换成一定数量的公司发行的普通股。与公司发行的不可转换的债券相比，可转债通常支付较低的息票。
凸性 Convexity	用来衡量利率变化引起的债券久期的变化程度，考虑债券的凸性比只考虑债券久期能够更准确地评估利率变化如何影响债券价格，因为债券价格变化与理论变化并不是线性的。正的凸性是债券正常的特性，并且是传统债券的性质，这种债券的久期随利率下降而上升，反之反是，这是因为未来偿付的现值在利率低的时候上升，利率高时下降。因此在利率变化时，这种债券比那些只根据久期计算的债券表现的要好。负的凸性是相反的表现，并且具有负凸性的债券会在利率变化时表现不佳，那些具有期权的债券，如抵押债券就会有负的凸性。参见第 8 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关性 Correlation	两个变量间线性相关的程度，或者说是用来衡量两项投资价格变化的一致性（不必要是等量变化）。相关系数（correlation coefficient）R在－1到1之间，相关系数为0表明两项投资价格的变化没有关系。正的相关性意味着两项投资价格同时上升或下降，反之负的相关性意味着两项投资价格在任何时候都反向变化。在构建风险资产的投资组合时，负的相关性可以降低风险，但是具有负相关性的有吸引力的投资十分稀少。
信用价差 Credit spread	相同期限风险债券高于国库券的额外收益，用来弥补违约风险，也可用来弥补流动性风险。
衍生工具 Derivatives	复制直接投资产品（如股票、固定收益）的特定风险而衍生的投资产品。
定向基金 Directional funds	对冲基金策略的一种变形，将其分为定向策略和非定向策略。定向策略的表现与股票或其他市场风险高度相关。
反通货膨胀 Disinflation	降低通胀率的过程，要与通货紧缩区分。
久期 Duration	债券的平均期限，可以衡量债券对利率变动的敏感性。久期是全部支付时间的加权平均值，权重取决于每次支付的现值。久期小于债券的期限，因为它考虑了早期的利息支付，除了零息债券，它的久期等于期限。有两个常用的并有相似之处的久期定义：麦考利久期能够准确地匹配未来的支付；修正久期用来衡量债券组合对于微小利率变化的敏感性。
有效边界 Efficient frontier	在风险收益的图上，Y轴代表投资或投资组合的期望收益，X轴代表期望波动性，有效边界就是风险与回报最有效的那些投资。给定方差，在有效边界上的那些点有最高的收益，而给定预期收益，它们方差最小。参见模糊边界（fuzzy frontier）和第4章。
交易型开放式指数基金 ETF	对特定市场的投资产品，ETF本身在交易所上市，具有较高流动性且有适当的交易价格，进入门槛低。
家族办公室 Family office	富有家族的私人办公室，专门管理家族财务事务。
肥尾 Fat tails	参见峰态（kurtosis）。
远期合约 Forward contract	远期合约类似于期货合约，但它不是标准化的，并且它不透明定价，也不在正规交易所交易，因此远期不是每天盯市。这使远期面临着比期货严重的交易对手方风险，因为期货在正规交易所交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货合约 Futures contract	标准化的合约，约定在未来特定时间在期货交易所购买或出售特定投资或一篮子投资，交易所保证会员的支付。操作上，期货合约利润和损失每天计算，并反映在追加保证金的增减上，合同双方都要向交易所的清算中心清算保证金。
模糊边界 Fuzzy frontier	模糊边界是对有效边界的改进，由于投资相关性和投资种类具有不确定性，所以很难存在一个投资者必须遵循的最有效投资策略，而是存在一系列广义有效的、合适的策略。参见第 2 章。
几何平均回报率 Geometric average returns	复合回报率或年化回报率的另一种表达，其与算术平均回报率的不同，参见算术平均回报率。
被对冲 Hedged	市场风险，如股票市场或外汇市场风险，已经被衍生工具或其他金融产品中和了。参见第 9 章对冲基金中宽松“对冲”使用的讨论。
高水位标记 High watermark	这一概念对于计算对冲基金绩效费用很重要，它是指过去的最高累计总回报率，只有当累计回报率高于过去的最高纪录时，对冲基金才能收取绩效费用。参见第 9 章。
高收益债券 High – yield bond	被评级机构认为是投机的或者不被保障的债务。参见第 8 章和低于投资级别、投资级别（sub – investment grade，investment grade）。
通胀风险溢价 Inflation risk premium	收支平衡通胀率超出预期通胀率的部分，允许了通胀高于预期的风险。参见第 3 章。
价内期权 In – the – money	价内看涨期权是指目标资产的市场价格高于行权价格，而价内看跌期权指目标资产的市场价格低于行权价格。期权只有在价内时行权才能获利。
投资级别 Investment grade	评级机构对债务证券评出的一种级别，接近于优质证券，用以区分那些被评为投机或无保障的证券。参见第 8 章和低于投资级别、垃圾债券（junk bond）。
峰态 Kurtosis	也叫做超额峰态，用来衡量一组投资回报率与正态分布相比是否有更多的极端值。一个比预期有更多极端值的分布叫做尖峰，常见的叫法是“肥尾”。很多对冲基金投资和股票市场回报率有明显的肥尾现象或超额峰值。参见第 9 章。
大盘股 Large cap	股票市值很大的公司。在美国，股票市值超过 600 万美元的上市公司被称为大盘股。参见第 7 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆率 Leverage	投资额及收益中负责的比率。
流动性 Liquidity	以标价买卖资产的便利程度，在缺乏流动性的市场中，买卖会发生困难。
上市投资 Listed investment	在正规交易所上市并定期报价的投资，如上市的股票和债券。而未上市的或私人的投资，如风险投资和所有权投资，它们的价格在非买卖时只是代表了估算价值。
对数正态分布 Lognormal distribution	参见正态分布（normal distribution）。
单一多头策略 Long – only strategy	传统的投资策略或投资组合，组合中只包含持有的资产，不包括借入的资产或卖空。参见空头（short position）。
多头 Long position	持有的投资，不同于借入的投资。参见空头。
按市值计价 Mark – to – market	投资价值、收益和损失都按市价计算，而不按账面价值或历史价值。
市场风险溢价 Market risk premium	用于补偿投资于动荡市场的投资者，这种市场比安全市场更具有系统性风险，而市场风险溢价是这种系统风险带来的收益。
均值回归 Mean reversion	价值投资者普遍认为金融市场的价格是过度反应的，价格在估价过高和估价过低之间波动。均值回归就是期望贵的市场能够便宜，而便宜的市场能够向合理市价变动。参见 3、4、7 章。
心理账户 Mental accounting	行为金融的一个概念，是投资者处理信息的一种重要方式。在实际投资决策中，投资者潜意识地规划、评估并记录各项金融资产。
次级债务 Mezzanine debt	通常是投资者持有的风险最大的一种债权，它通常会伴有可转换为股票的选择权，次级债的风险特性更接近于股票而非债券。
天性 Natural habitat	特定投资者天然投资选择，如长期国债之于养老金。
负凸性 Negative convexity	参见凸性。
噪声 Noise	是阐明市场发展更困难的无意义的市场信号。噪声既是不确定性的原因，也反映了不确定性。导致噪声的一个原因是没有观察力的投资者的交易，或者这些交易中交易的原因并不是因为市场给出了信号，例如投资者不知原因的卖出，这就会对市场产生影响。参见第 6 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正态分布 Normal distribution	正态分布和对数正态分布是金融学中常用的两个统计模型。正态分布是对称的，具有钟形曲线和一个峰值；对数正态分布倾向右侧。对数正态分布的回报率的几何回报率或对数回报率是正态分布的。正态分布和几何正态分布的流行反映了它们相对易于用来分析，并且提供了很多市场数据可信的近似值。很多研究用来检查何时这两种方法在描述市场行为时会失效。参见 3、5、7 章。
期权 Option	一份合同，使其购买者拥有在未来某一特定时间点（欧式期权）或之前（美式期权），以特定价格购买（看涨期权）或出售（看跌期权）某一特定资产的权力，但购买者并没有义务。
被动策略 Passive strategies	一种匹配市场的投资策略，具有很小的资金流动率和费用。只有在调整投资者积极的流入和支出，以及调整组合的市场匹配时，才会发生资金流动。
庞氏骗局 Ponzi scheme	以一个骗子查尔斯·庞兹的名字命名的一种诈骗手段。庞兹在 1920 年代欺骗了新英格兰的数千名居民。他对投资者承诺了超额的收益，收益来自于国际邮件兑换券的兑换率差价。庞氏骗局往往提出诱人的回报率，用新投资人的钱去偿付对老投资人的承诺，这种骗局早晚会被揭穿，它只在新的资金流入能够满足退出的资金额时才能成立。
提前还款风险 Prepayment risk	债券，尤其是抵押债券面临的早于预定还款期限偿还贷款本金的风险，住宅抵押贷款持有者，尤其在美国，可以提前偿还贷款。这缩短了抵押债券的期限，在利率下降时更易发生（或当贷款人过于激进地竞争时），更低的利率使借款者愿意以更低的利率重新借款。
P/E Price/earnings ratio	公司每股价格与每股收益的比值，高的 P/E 证明股票市场预期公司的收益加速增长，反之反是。
价格表现 Price performance	不考虑一项投资的收益或分红，只考虑价格上的表现。而总汇报同时考虑了价格表现和红利收益。
初级经纪人 Prime broker	指投资银行中为对冲基金提供银行业务服务的部门。
私人投资 Private investment	指非上市的或无报价的投资，通常其报价不容易获得。
预期理论 Prospect theory	行为金融学中的核心理论之一，主要是基于实验数据，指人们通过受到损失的驱动比获利的驱动要大，从而尽力避免损失的发生。见第 2 章。
公开投资 Public investment	指上市的或有报价的投资，其会在正规交易所有定期的报价，并基于报价或近似于此类的报价进行交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纯折扣债券 Pure discount bond	参照无息债券。
卖出期权 Put option	指在合约中赋予拥有者在未来某特定时间按照预定的价格出售某一特定投资产品的权利，参照期权及买入期权。
牌价投资 Quoted investment	指公开投资。
R2	相关系数的平方，主要衡量由一种投资品价格的方差所能被另一种投资品解释的比例。
真实利率 Real interest rate	扣除通胀因素后的利率。
资本赎回收益率 Redemption yield	参照到期收益率。
相关风险 Relative risk	主要指相对市场风险或投资者的基准或中性投资政策，其所积极管理的投资组合的风险。
风险溢价 Risk premium	参见第 3 章。
容忍度 Safe haven	投资者能忍受的最大的风险，参照第 3 章。
夏普比率 Sharp ratio	主要用于衡量风险调整后的表现。对于一个投资组合或策略，该比率指减去无风险投资（通常用国库券）收益后的收益与相对无风险利率收益的波动性的价值。其中，收益和波动性通常以年化率计算。投资者应充分认识到对流动性差的投资策略，夏普比率不是很有效，因为其波动性被市场人为地减少了，这一市场依赖于基础投资品的价值评估。此外，夏普比率只有在基础投资品的收益分布近似于正态分布时才有效。所以，对于类似保险计划和有显著的可选择的投资策略，夏普比率也是不适用的。鉴于上述原因，夏普比率运用在许多对冲基金策略更像是在误导投资者而非提供正确的信息。参照第 9 章。
空头 Short position	指投资者出售自己不拥有的投资产品。除非是在期货交易所中，否则投资者都需要借入投资品以交付给对手方即买方。空头方在向股票借出方借股票（或其他投资品）时，需要提供抵押担保品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏态 Skewness	主要用来形容投资品从市场中获得的收益的对称性。若收益偏向于分布的左边，则该分部可以说是呈现负偏态。相反，若收益倾向于分布的右边，则收益分布呈现正偏态。
小盘股 Small cap	指在股市市值上相对小的公司。美国普遍的做法是将市值低于 20 亿美元的上市公司定义为小盘股。参照第 7 章。
中小盘股 SMID	SMID 是 small or mid cap companies 的简称，指根据市场价值的标准，被认为是小或者中型的公司。美国通常将市值低于 60 亿美元的上市公司归为中小盘股。参照第 7 章。
投机级别 Speculative grade	指被评级机构评为投机性最强或者不够安全的债券，同时参照高收益债券，投资级别，以及第 8 章。
标准差 Standard deviation	主要用于衡量投资产品价格或者收益的波动性。通常是从正态分布中得到标准差。例如，假设一股票组合的预期收益是每年 8%，预期波动性是 15%，则近似可以推出其收益在三年期中的两年在 -7% 和 23% 之间。
股票选择 Stock selection	在某一特定市场对组合中的投资品进行分配。与将投资品分配在不同市场即资产配置不同。
战略资产配置 Strategic asset allocation	针对投资者最终支付义务或目标，作出关于其风险和机会的决策，这一决策通常是比较长期的。战略资产配置通常包括将投资品配置在投资者能容忍的和其他市场风险有效分散化后二者之间。参照第 4 章。
结构性产品 Structured product	指一种投资产品或投资策略，通常包括一部分的本金保护和/或一部分的杠杆，后者增加了对市场风险的暴露。投资银行在出售结构产品时，通常还包括一些零息债券的组合品，这些债券与结构性产品以及与以相关市场为标的买入期权同时到期；或者指一种动态的策略，根据标的投资和政府债券对风险暴露进行调整，以确保发行银行能够有能力到期实现其所承诺的资本偿付。
次级投资级别 Sub - investment grade	指被评级机构评为投机性强，或不够安全的债券，同时参照高收益债券和投资级别，及第 8 章。
系统性回报 Systematic return	指承受充分分散化后的系统风险预期能得到的市场回报。通常对于权益市场回报，系统回报也指承受任何市场风险的，市场参与者愿意支付的预期回报。这包括权益市场风险，信用风险市场，以及各种保险和其他风险转移服务。这种其他来源的系统性回报现在也被理解为对冲基金回报的一个重要来源。
系统风险 Systematic risk	指不可分散的市场风险，通常指股市市场风险，但也可以指作为一系列其他系统性回报来源的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略资产配置 Tactical asset allocation	通常是短期，或中期的，关于配置一投资战略在不同市场的决策，以期望获得市场间预期收益的差异而获利。
托宾 Q Tobin's Q	以 James Tobin 命名，他是从耶鲁大学毕业的诺贝尔经济奖获得者。这一比率是以某企业的股市价值比上其置换成本算出。若比率小于1，说明购买公司的股份比扩张，复制该公司要便宜。参照第 4 章，关于其运用于美国股市，以及第 11 章关于其运用于美国房地产市场。
总收益 Total return	投资产品的总回报，包括收益所得和资本利得。
跟踪误差 Tracking error	参照相对风险。
一部分 Tranche	通常指担保债务凭证的一部分，与同一担保债务凭证的其他部分拥有不同的风险特征。参照第 8 章。
国库券 Treasury bill	低于 1 年，通常是 1－6 个月到期的政府债务。
国债 Treasury bond	到期期限大于 1 年的政府债券，在制定广义投资战略时，通常也将政府债券处理成剩余期限小于 12 个月，从而也就是国库券。美国的国债若期限在 1－10 年间的被称作债券。本书中，国债指任何有国家保障的期限大于 1 年的债券。
未对冲的 Unhedged	指市场风险如来自股市或外汇市场的风险，没有利用金融衍生品或其他工具进行中和、对冲。
效用 Utility	主要用来衡量满意程度，通常以货币计量。
波动 Volatility	指某投资产品的价格或收益的变动，通常以年化的收益的标准差衡量。
认股权证 Warrant	指能以一定价格买入证券的权利，通常有时间的限制。
收益率曲线 Yield curve	参见第 3 章。
到期收益率 Yield to maturity	指投资者持有债券直至到期时能收到的回报率，这是一种标准的衡量方法。到期收益率充分考虑了利息收入和期间的资本利得。
零息债券 Zero coupon bond	零息债券，折扣债券，指不支付任何利息，指在到期时偿还本金的债券。这种债券的到期期限也就是久期，并且，对于长期零息债券来说，其代表了最不稳定的高质量债券。在到期之前，零息债券是以面值的折扣来进行交易的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录2

管理信息

控制好投资的一个首要前提是简单管理信息，这也应是易获取的。投资管理公司定期会提供比较容易理解的投资组合概要，虽然因不同公司而论在形式上和价值上有所不同。但是，若投资者雇佣一个以上的经理，则需要有可靠的总体的简要报告，以了解到各个头寸。

图1－4便是一些投资组合概要，虽然它们需要适应于具体情况而有所调整，但主要是提供一个总体介绍。投资者需要决定一下汇总，即将所有不同账户的投资加总这一形式是否最好地呈现了这些信息。这种方法通常是最佳的方法，但是若投资是在不同账户中持有，其反映了不同的投资目标和不同的风险容忍程度，而直接进行加总则会有可能得出不恰当的结论，这一结论对不同账户的不同目标这一事实未进行充分的考虑。相反，未能汇总所持总投资，则可能导致忽略那些集中的，不适当的和无效率的风险暴露，第2章便讨论了这一点，这种情形需要慎重考虑，最好是向专业顾问进行咨询。

业绩评估和波动监控

除了透明的投资持有信息，投资者还应关注投资表现信息是如何提供给他们的。一般比较合适的做法是汇总所有其上市的，或至少定期经常估值的投资产品，以考核整体投资策略的业绩。对于未报价的投资品，则可以用对投资管理信息的考核代替对准确的业绩信息的考核。考虑到不同账户有不同的投资目标和不同的风险偏好，当投资表现违背这些目标时，应对其进行监控。即使没有一个期权来完全对冲某一特定目标，考察相对整个对冲策略的名义业绩仍是十分有价值的。这需要对有利的和不利的波动进行监控，详细讨论见第4章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为实现这一目标还有一个相似的方法，即衡量一个投资组合的购买力如何变动，这里购买力的衡量通过对持续维持开支的能力的衡量进行。对于长期投资者，一个简单的做法便是用国内市场中期限最长的通胀保值债券，考虑了通胀的收益率，得到投资的一个假设的经常性收入。例如，对每一单位的1000美元的投资，若通胀保值债券的收益率从3%降为2%，则可支持的收入从每年30美元减少到20美元。若利用政府或市级债券的名义收益率做相同处理，显然会得到更加可观的收入水平，但是这会受通货膨胀的侵蚀。这一可支持的收入水平如何随市场波动的则反映了投资策略的投资风险水平。这尤其对谨慎的长期投资者来说是一个简单但有用的衡量标准。

业绩评估是一个非常重要的课题，其中一个重要的特征即最重要的业绩表现便是考察投资基金的总回报，包括资本利得、净利息和分红，当然最好是在扣除费用和税之后。在将投资基金业绩与市场指数对比时，要注意的一点是对比是同质的。例如，若目的是为了衡量货币市场经理的技能，进行对比时则应用总回报指数，因其最能代表市场和该经理的投资策略。将权益市场经理业绩与债券指数进行对比以考察经理技能则是不恰当的。但是，将股权基金表现与政府债券指数对比，则在监控该基金满足未来特定目标的能力时，可能非常有用。

关于总回报主要有两种衡量方法：

◎基于货币权重MWR的回报率，即内部收益率IIR。

◎基于时间权重TWR的回报率。

二者的区别在于如何对待现金流，使用TWR对产生现金流的基金与不产生现金流的市场指数之间进行对比会比较公平，这也是迄今为止正式评估投资表现最常见的基础。但是，MWR或者说IIR考虑了现金流入或流出对基金最有利的时间点，因而对衡量基金清偿力在一段时间内的变化更有用。对多数需要担心投资是否充足的投资者来说，评估基金的价值是否足够利用安全的投资产品对冲目标，这也可以绕过计算MWR的需要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险信息概要

所有投资者应该尝试获取一些关于其投资组合的简单的风险信息。有些网站如 www. riskgrades. com 会提供在线风险服务，提供复杂仍可理解的风险分析。但是要注意到风险测量是通过假设投资者对短期投资者违约计算的。投资者获取风险信息最简单的办法就是追踪一投资基金每月表现的波动情况，这也可以用来计算舒适水平，例如，某基金一直表现较好，若波动形式即刻转换为令人失望的表现，投资者会如何反应，投资目标会如何受到威胁。

表 1：资产配置

	最新数据			上期数据			上年数据		
占总投资比	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异
挂牌证券									
私募									
房地产									
对冲基金									
其中外汇占比									
其他 *									
固定收益									
其中外汇占比									
通胀保值债券									
其中外汇占比									
现金									
其中外汇占比									
总计									

其他中包括如结构性产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2：权益投资配置

	最新数据			上期数据			上年数据		
占总投资比	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异
各地区挂牌证券									
北美									
欧洲发达地区									
日本									
除日本外的太平洋发达地区									
新兴市场									
所持挂牌证券占比									
总计	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
各部门挂牌证券									
能源									
原材料									
工业									
非必需消费									
必需消费									
健康保健									
金融									
其中：房地产									
信息技术									
通讯服务									
公共事业									
总计	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
市场总值结构									
占总权益投资市值比例									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	最新数据			上期数据			上年数据		
占总投资比	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异
> $60 亿									
$20亿~$60亿									
< $20 亿									
挂牌证券的其他信息									
持有最多的									
持有第二的									
持有第三的									
概括性的信息，分区或部门，至少包括：									
市盈率									
平均股息收益率									

表 3：其他投资配置

	最新数据			上期数据			上年数据		
占总投资比	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异
私募									
不同基金，发展阶段，地理位置的构成									
直接持有的房地产或基金（除了REITs）									
不同类型和地理的构成									
对冲基金									
不同策略，基金基础货币的构成									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	最新数据			上期数据			上年数据		
占总投资比	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异
权益风险替代对冲基金									
其他贝塔对冲基金									
结构性产品									
列出各风险回报特征的简要总结									

表 4：固定收益和现金配置

	最新数据			上期数据			上年数据		
占总投资比	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异
现金									
平均剩余期限（天）									
货币暴露：									
短/长期评级的信贷质量									
非政府持有最多的									
非政府持有排第二的									
固定收益									
国内固定收益									
各期限的占比									
短期									
中期									
长期									
现金和债券的平均期限									
现金和债券的平均久期									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	最新数据			上期数据			上年数据		
占总投资比	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异	持有投资	政策	差异
浮动利率负债比									
浮动利率负债期限									
不同发行者类型占比									
政府债券									
代理									
抵押贷款									
公司贷款									
信用质量(S&P)									
AAA									
AA									
A									
BBB									
BB 及以下									
最大风险暴露									
最大非政府债券持有数量									
第二非政府债券持有数量									
第三非政府债券持有数量									
外汇固定收益(非对冲)									
结构性债务产品									
依持有和信用评级									
通胀保值债券持有									
通胀保值债券的平均期限									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 3

相信你的顾问

投资者做的最重要的投资决策就是选择一个顾问。好的投资建议是非常有价值的，所以投资者必须要为之买单。然而，支付给许多金融顾问和投资公司的交易佣金，而非顾问费用会造成各利益间的冲突，同时会在管理财富过程中导致一种销售驱动而不是建议驱动的文化。投资者需要知道与其打交道的人员主要是为了销售还是提供建议，从而建立和维持相应的关系。纯粹的建议不会带来可观的回报，但是投资产品的销售或者投资管理会带来报酬。少数私人财富管理顾问会提供有偿的仅供参考的建议的投资服务，虽然这在养老基金顾问中更为常见。但是，投资者向这些公司确认提供推荐产品是否会得到一定收入比如佣金这一点很重要，如此，他们便会在做投资者决策之前意识到潜在可能的冲突。

第 6 章中提到了受托机构董事会的存在有可能鼓励机构投资者相互追逐彼此的行为。这有助于解释一些投资市场行为的模式，但这是机构董事会的决策结构带来的一个副作用，激励良好的公司治理和正当法律程序。这就会引起当在购买投资服务时采用考虑全面的决策和结构性的方法来处理各利益方的冲突。富有家庭有时会准备一个类似的机构以保护其利益，但是私人财富的管理常常要灵活得多，同时也比机构财富的管理要非正式得多。如第 6 章所述，这其中会产生薄弱环节，同时也蕴含着机会。

投资者与其顾问间有可能产生的利益冲突问题通常被称为代理问题。产生这一问题的原因在于委托人即投资者相对代理人即投资顾问获取的信息要少，也即二者间信息的不对称。问题在于投资顾问有动机利用其信息的优势来实现自身利益而非投资者利益的最大化。虽然机构投资者通常通过组织结构来缓解这一点，但是仍然存在这个问题。比较讽刺的是，机构投资者降低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一冲突风险暴露的一个方法是减少大量的具体投资决策。他们可以让雇佣的投资经理的薪酬透明化，并通过权限使其负有最大程度实施客户任意投资指令的责任。

但是，许多私人客户更偏好于经纪或咨询的关系，如此他们可以保留对任一投资决策的控制。其中的风险是他们可能会倾向于过分注重细节而失去对整体的把握，因为投资者与其顾问之间的信息是非对称的。此外，还有可能导致积累一大堆的临时投资，由于每个投资在当时都是看似不错的。经纪人的安排更有可能导致对投资组合平衡和风险管理责任的忽略。解决这些问题最好的办法是雇佣一个投资经理，由其来管理这些具体决策。私人投资者，在投资顾问的协助下，可以利用专业管理的投资组合来避免自己必须要去做一些具体投资决策。许多人不喜欢这样恰恰是因为不能做具体决策，所以他们更偏好于保持经纪人这样的安排。

在财富管理中，投资公司主要依赖其所管理的资产或投资产品的销售产生的经常性收入现金流。不同投资产品的盈利能力差异较大，总会导致利益冲突的发生。不同投资公司在顾问薪酬构成方面有所不同，有些投资公司顾问的薪酬包括薪水和年终奖金，有些的是包括较低收入基准再加上投资产品销售的佣金。后者中的顾问常常有很明显的销售动机，实际上则可能是私人客户股票经纪人或者销售经理。但是，在薪水加年终奖金的模式下，年终奖的主要因素是销售，所以二者间的差别有可能是被夸大了。

在所有的经纪或销售关系中，产生的一个风险是投资者会买经纪人希望出售的而不是决定买他们所需的适合其整体投资策略的产品。最好的一个保护措施便是将投资者和其顾问的利益适当的联系挂钩在一起，而且利益冲突是公开的。实践中，这还需更大程度上依赖其中个体的特征，相对于他们所处的机构组织安排，当然，这种组织安排的作用也不容轻视。

最终，任何一个咨询性质的商业模型若不能建立和巩固客户和顾问间的信任，它都不可能获得未来的成功。但是，投资者必须要意识到利益冲突是金融服务行业不可避免的特有的问题。解决这一问题的关键是将费用安排透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明化，然后再依实际情况决定如何应对。简单地说就是，“买方，堤防!”某些地区的投资者或投资账户，监管者要求查看披露各种投资管理或者私人银行客户账户产生的报酬。客户应该要求关于顾问或银行在某一交易中的经济利益的信息，最好是以书面形式。

总之，要记住好的建议是有价值的，当现有状况面临艰难时，投资顾问提供的一个简单的把手可能是顾问提供的最有价值的服务，它可以避免短期错误。表面上看，这可以是免费的，但实际上是投资者与投资顾问的关系，使得前者有渠道获得建议，使得后者获得咨询费用收入。自己动手的投资者可能会错过这一点。要知道你所支付的范围，检查但不是过分关注每个项目。保证你能承受整体的费用水平，并时不时询问你的投资顾问关于他们是否在自己的账户上进行了所推荐的投资。低费用不能保证所提供的建议是好的，或者说不能保证投资策略是明智的，及不能保证承担的风险是适当的，反之亦然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资策略指南

这本书的第一版既及时又富有前瞻性，我相信第二版也具有相同的特质。我特别喜欢有关艺术品和收藏品投资的新章节，并认为旁氏骗局的受害者若能够提前读到'相信你的投资顾问'这些内容，他们就不会轻易上当了。

——史蒂夫·萨切尔 剑桥大学金融计量经济学讲师、剑桥大学圣三一学院研究员

它是个人投资策略的精彩指引，详尽而又通俗地概述了最新的研究成果。

——约翰·坎贝尔 哈佛大学经济学教授

本书非常精彩，除了传统金融的分析，还涉及了行为金融学的内容。

——汤姆·斯瓦尼特 Omnivest Group副总裁兼首席投资官

本书将会帮助受信托人、投资管理者以及高端投资者实现特定风险下的期望收益。

——罗伯特·D·阿诺特 Research Affiliates公司总裁

上架建议：投资理财

ISBN 978-7-5613-5401-8



责任编辑：曾学民
责任校对：陈显英
封面设计：杜 帅

定价：39.80元